

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza vybraných hedgeových fondů
Analysis of the selected hedge funds

Student: Bc. Markéta Erleová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2011

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Markéta Erleová**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Specializace: **00 Finance**
Téma: **Analýza vybraných hedgeových fondů**
Analysis of the selected hedge funds

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Principy fungování hedgeových fondů
3. Charakteristika vybraných hedgeových fondů
4. Srovnání a zhodnocení vybraných hedgeových fondů
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

GAZDA, J.; LIŠKA, V. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.

JAEGER, R. *All about hedge funds: The easy way to get started*. 1. Title United States: McGraw – Hill Education, 2003. 309 s. ISBN 00-71393-95-5.

JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně příloh vypracovala samostatně. Přílohy č. 4, č. 11, č. 12 a č. 13 dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

Datum odevzdání diplomové práce:.....

.....

Podpis studenta

Obsah

1. Úvod	1
2. Principy fungování hedgeových fondů	4
2.1 Obecné vymezení pojmu	4
2.2 Podstata fungování hedgeových fondů	5
2.2.1 Právní forma hedgeových fondů	5
2.2.2 Struktura hedgeových fondů	6
2.2.3 Finanční páka – instrument pro zvyšování zisků	9
2.3 Ukazatele měření výkonnosti hedgeových fondů	10
2.3.1 Sharpe Ratio	10
2.3.2 Sortin Ratio	11
2.3.3 Jensenova alfa	12
2.4 Investiční strategie hedgeových fondů	12
2.4.1 Market Neutral Group	13
2.4.2 Equity hedge	15
2.4.3 Directional Trading Group	16
2.4.4 Speciální strategie	16
2.5 Rizika hedgeových fondů	18
2.5.1 Tržní riziko	18
2.5.2 Kreditní riziko	18
2.5.3 Operační riziko	18
2.5.4 Riziko likvidity	19
2.6 Srovnání investičního fondu a hedgeového fondu	19
3. Charakteristika vybraných hedgeových fondů	23
3.1 Atlantik finanční trhy, a. s.	23
3.1.1 Atlantik Advanced Balanced CZK Fund	24
3.1.2 Atlantik Advanced Commodity CZK Fund	27
3.2 Společnost Credit Suisse, Inc.	30

3.2.1 Credit Suisse Hedge fund	31
4. Srovnání a zhodnocení vybraných hedgeových fondů	35
4.1 Analýza Atlantik Advanced Balanced CZK Fund	35
4.2 Analýza Atlantik Advanced Commodity CZK Fund	41
4.3 Analýza Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes	46
4.3.1 Analýza Dow Jones Hedge Fund za rok 2007	46
4.3.2 Analýza Dow Jones Hedge Fund za rok 2008	52
4.3.3 Analýza Dow Jones Hedge Fund v roce 2009	57
4.3.4 Analýza Dow Jones Hedge Fund v roce 2010	64
4.4 Výsledné srovnání analyzovaných hedgeových fondů	69
4.4.1 Zhodnocení analýzy společnosti Atlantik finanční trhy, a. s.	69
4.4.2 Zhodnocení analýzy společnosti Credit Suisse, Inc.	72
4.5 Závěrečné shrnutí analýzy hedgeových fondů	78
5. Závěr	81
Seznam použité literatury	82
Seznam zkratek a symbolů	
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam grafů	
Seznam tabulek	
Seznam příloh	
Přílohy	

1. Úvod

Hedgeové fondy jsou v České republice novým a perspektivním odvětvím. Střední a vyšší vrstva obyvatelstva zvyšuje rok od roku své bohatství a chce efektivně umístit získané peněžní prostředky. Hedgeové fondy ve světě získávají na atraktivitě, zejména v důsledku možnosti vysokých výnosů a téměř žádného regulačního omezení, čímž jejich popularita ve finančním sektoru roste. Velmi důležité pro vznik fondu a jeho fungování je zejména správné nastavení jeho struktury a zabezpečení administrativní a obchodní podpory. Založení fondu je většinou privátní záležitostí, proto jsou veřejně dostupné informace o existenci hedgeových fondů a jejich marketingu ne vždy zjistitelné a ověřitelné.

Cílem diplomové práce je analýza vybraných hedgeových fondů, která má umožnit celkový pohled na odvětví hedgeových fondů a jejich finanční činnost na kapitálovém trhu.

Diplomová práce je rozdělena do tří základních kapitol včetně úvodu a závěru. Úvodní část je věnována teoretickému vymezení pojmu hedgeových fondů, jejich právní formě a struktuře. V kapitole jsou popsány instrumenty a poměrové ukazatele k měření výkonnosti hedgeových fondů, charakteristika investičních strategií a rizika ovlivňující fondy. Závěrem jsou srovnány parametry investičního fondu s fondem hedgeovým. Následující kapitola charakterizuje profil vybraných hedgeových fondů. Pro analýzu byly vybrány fondy ze společnosti Atlantik finanční trhy, a. s., spravující fondy Atlantik Advanced Balanced CZK Fund a Atlantik Advanced Commodity CZK Fund a společnost Credit Suisse, Inc., která zaujímá vysoké postavení na světovém trhu v oblasti hedgeových fondů, kde nejvíce prosperujícím fondem je Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index. V praktické části diplomové práce jsou zpracovány data a statistické údaje těchto hedgeových fondů a na základě vybraných poměrových ukazatelů a vývoje ekonomické situace za sledované období jsou hedgeové fondy zhodnoceny.

2. Principy fungování hedgeových fondů

Hedgeové fondy zastávají na finančních trzích významnou úlohu a jsou zařazeny do kategorie fondů speciálních. Své významnosti nabývají na finančních trzích nejen rozvojem technologií, se kterými se na trzích operuje, ale i vývojem samotného trhu, který v první řadě upřednostňuje zvyšování efektivity. Hedgeové fondy tvoří homogenní skupinu, lze na ně pohlížet jako na samostatné odvětví finančního sektoru. Začínají pronikat i do investorské oblasti, kde využívají téměř všechny instrumenty finančního a komoditního trhu, díky kterým investují po celém světě.

2.1 Obecné vymezení pojmu

Vymezení hedgeových fondů není přímo specifikovatelné. Jedná se o heterogenní skupinu fondů, mohou se lišit právní formou nebo investičními strategiemi. V odborné literatuře je uváděna definice, že tzv. hedgeové fondy představují aktivní spravované portfolia investic, které mají tendenci zaměstnávat mnohem agresivnější investiční strategie, než které jsou používány u běžných podílových fondů. Rozdíl oproti klasickému fondu spočívá v tom, že v portfoliu hedgeových fondů kromě akcií a dluhopisů lze nalézt i nemovitosti, finanční deriváty nebo komodity (Stanovský, 2005).

Ačkoliv je název „*hedgeový fond*“ odvozen od fondu „*zajištěného*“, dnešní význam je odlišný. Fondy sice využívají podobných instrumentů, avšak bez podkladové pozice, kterou by zajišťovaly. Hedgeové fondy jsou v dnešní době otvírány spíše na základě spekulativní pozice, nejlépe pákovým efektem. Fondy jsou vhodné především pro kvalifikované investory. Překlad fondu jako zajištěný nemá dnes se skutečností příliš společného.

Hedgeové fondy podléhají velmi malým nebo žádným zákonným omezením co do zásad investování a na základě různých strategií spekulují na budoucí vývoj akciového či dluhopisového trhu, zajišťují kapitál investorů proti znehodnocení nebo provádějí cenovou arbitráž, která přináší bezrizikové výnosy¹.

Hedgeové fondy se snaží o absolutní výnos nezávislý na obecném ekonomickém vývoji a vývoji kapitálových trhů. Tím se hedgeové fondy řadí do kategorie *alternativních investic*². Velkým pozitivem hedgeových fondů je nejen jejich nízká závislost na vývoji akciových trhů, ale i na obecném vývoji celé ekonomiky.

¹ www.investopedia.com

² Alternativní investice – jsou vyznačovány nízkou korelací s tradičními investicemi, také zachováním kapitálu, jeho akumulace a růst. Investice před poklesem trhu by měl chránit zlepšený management rizik a volatilita (Hedges, 2005)

Vznik hedgeových fondů je datován od roku 1949, kdy první hedgeový fond je připisován Američanu Alfredu W. Jonesovi. Jeho investiční strategií bylo zajištění proti ztrátě. Jones disponoval ve svém portfoliu s dvěma instrumenty. Akcie, u kterých očekával růst, měl nakoupeny do dlouhých pozic a u akcií, které považoval za slabší, než trh, vstoupil do krátkých pozic. Jeho portfolio bylo tedy zabezpečeno tak, že pokud celý trh rostl, ztráta z krátkých pozic byla anulována akciemi z dlouhých pozic a opačně (Jaeger, 2003). U dnešních hedgeových fondů není toto zajištění proti ztrátě vždy pravidlem. Historický vývoj a vznik hedgeových fondů je uveden v Příloze 1.

2.2 Podstata fungování hedgeových fondů

Hedgeové fondy reprezentují významnou investiční pozici na trhu. Předmět investování a jejich strategie jsou značně odlišné od tradičních fondů. K dosažení svých cílů používají hedgeové fondy širokou paletu investičních technik a strategií.

2.2.1 Právní forma hedgeových fondů

Hedgeové fondy reprezentují odlišnou investiční kulturu. Jsou obvykle spravovány menšími společnostmi, ve kterých je dominantní jedna nebo dvě klíčové osoby a které s sebou přináší také nový rozměr ve vztahu *investiční manažer – klient* (Stanovský, 2005). Klient se stává partnerem manažera a spolu investují do situací, které připadají manažerovi atraktivní a přínosné.

Právní struktura specifického hedgeového fondu, zejména jeho bydliště a typ právního subjektu, je většinou stanovena podle daňového prostředí předpokládaných investorů. Mnoho hedgeových fondů jsou založeny jako *offshore společnosti*, aby se mohly vyhnout platbě daní při zvýšení hodnoty svého portfolia. Investor však stále bude platit daň ze zisku, který získá, když realizuje danou investici a investiční manažer bude platit daň z poplatků, které obdrží za spravování fondu. Investiční manažeři mají sídlo ve finančních centrech, aby mohli využívat finančních styků a byli blízko investorům (Jaeger, 2003).

Právní formu fondu a jeho strukturu je také třeba rozdělit podle původu investora. Rozlišuje se struktura investorů ze Spojených států a jiná struktura je pro investory mimo tento stát.

Investoři z USA využívají fond „*onshore*“. Tento fond má právní formu limitovaného partnerství nebo je založen jako společnost s ručením omezeným (Stanovský, 2005).

Limitované partnerství

Fond je založen jedním nebo více hlavními investory, kteří nesou odpovědnost za nabytí kapitálu, vedou hedgeový fond a jsou zodpovědní za všechny závazky, které činností fondu

vznikají. Hlavní investor ručí celým svým majetkem. Běžní investoři nejsou zodpovědní za vykonané investiční rozhodnutí a neručí za vzniklé závazky. Investoři mohou přijít pouze o svou počáteční investici (Stanovský, 2005).

Společnost s ručením omezeným

Fond se skládá z vlastníků, kteří jsou legislativou definováni jako členové hedgeového fondu. Projevují svůj ekonomický zájem ve svojí společnosti a pravomoc řídit společnost může být přidělena několika členům fondu. Avšak žádný člen nenese odpovědnost za závazky společnosti (Stanovský, 2005).

Fond, který je využíván mimo USA, je fond „*offshore*“. Je to fond založený v tzv. *daňové oáze* (například v Lucembursku). Jedná se o samostatný hedgeový fond, který se vyznačuje mírnější regulací nebo řadou výhod v oblasti daňové. Ve státech jako Kajmanské ostrovy, Holandské Antily, Britské panenské ostrovy nebo Bermudy či Bahamy jsou hedge fondy vyznačovány jednoduchou registrací, mírnou legislativou, rozumnou mírou diskrétnosti a popřípadě žádnými daněmi. Přesto se fondy v těchto zemích liší, kdy například jeden stát má lepší vyvinutý systém pro registraci a lepší administrativu, ale na druhou stranu je pro fondy přísnější regulace.

Hedgeové fondy mohou nabývat právní podobu jako tzv. „*surovinový pool*“. Jedná se o sdružení surovinových investorů, kteří se snaží získat větší investiční možnosti a větší investiční sílu (Jaeger, 2003).

2.2.2 Struktura hedgeových fondů

Hedgeové fondy omezují používání struktury investičních fondů a to z důvodu, že investiční fondy neposkytují takovou volnost a svobodu jako fondy hedgeové. Manažeři hedgeových fondů mohou dělat, co uznají za vhodné. Mohou používat jak pákový efekt³, short selling⁴ nebo mohou zaujmout koncentrovanou pozici v jednotlivých akcích, obchodních trzích nebo průmyslových odvětvích. Manažeři hedgeových fondů stanovují své cíle a strategie v nabídkovém memorandu. Na rozdíl od investičních fondů, které stanovují své cíle a strategie v prospektu, který definuje svou úlohu nestranně a přímo, nabídkové memorandum definuje své poslání velice široce a povrchově (Stanovský, 2005).

³ Pákový efekt – na nákup finančního instrumentu je třeba složit jen část jeho hodnoty, zisk či ztráta odpovídá plné investici (kapitola 2.2.3)

⁴ Short selling – prodej na krátko, kdy spekulant si zapůjčí cenné papíry, které ještě nevlastní. Cenné papíry musí vrátit. K zisku dochází v případě poklesu ceny.

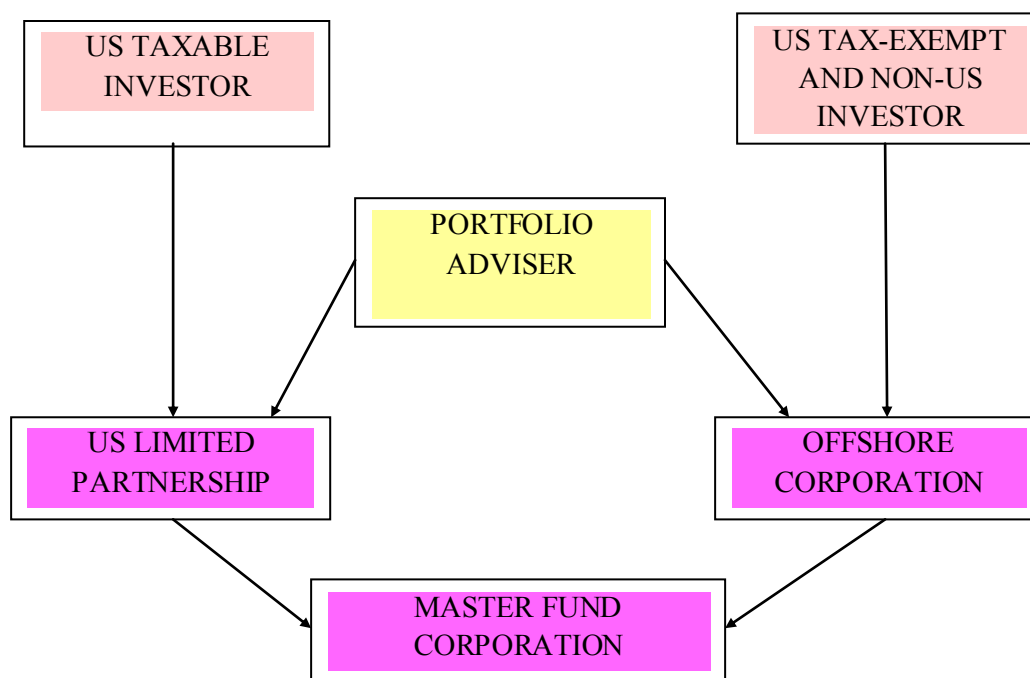
Přestože jsou investiční fondy spoutány regulací kontrolních orgánů a hedgeové fondy nikoli, nejsou automaticky tyto fondy rizikovější investicí než fondy investiční. Výsledná analýza rizika portfolia je určována zkušenostmi, schopnostmi a mírou tolerance rizika osoby spravující portfolio. Lze vytvořit velmi rizikové portfolio, které splňuje veškeré regulace kontrolních orgánů, i lze vybudovat portfolio s averzí k riziku použitím veškeré svobody dovolené ve světě hedgeových fondů. Investor má jistotu, že spolupracuje s manažerem, který ví, jak použít nabytou svobodu hedgeových fondů (Hedges, 2005).

V zahraničních literaturách bývají uvedeny dvě základní struktury hedgeových fondů. Jedná se o strukturu „*Master-Feeder*“ a strukturu „*Side-By-Side*“.

Struktura Master-Feeder

Jedná se o často používanou strukturu hedgeových fondů. Struktura umožňuje jak investorům ze Spojených států, tak i mimo stát nepřímou investici do jednoho společného *offshore* fondu, neboli *master fund*. Nejprve investoři investují své finanční prostředky do limitovaného partnerství, fondu nazývaného *domestic feeder*. Z tohoto fondu jsou pak peníze investovány do hlavního *offshore* fondu. Obdobná situace platí i pro investory, na které se nevztahuje placení daní ve Spojených státech nebo u investorů, kteří mají své daňové zázemí v jiných zemích. Celá struktura Master-Feeder je zobrazena v Grafu 2.1.

Graf 2.1 Struktura Master-Feeder

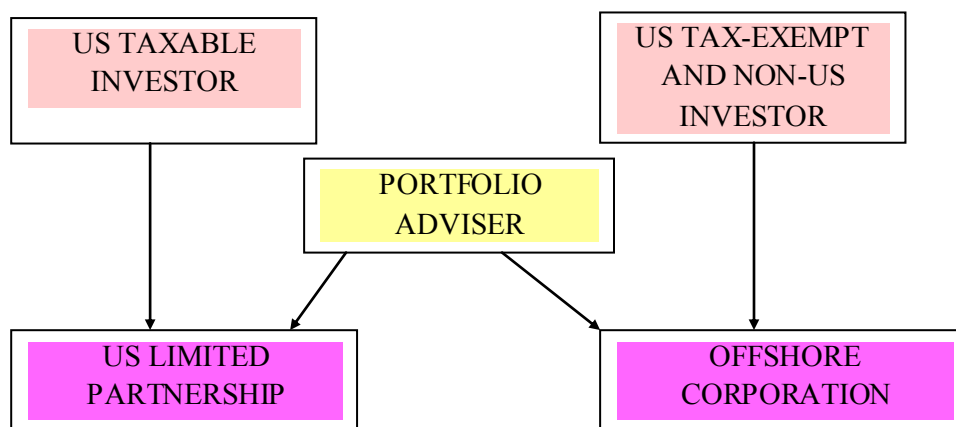


Zdroj: Lhabitant (2006)

Struktura Side-By-Side

Domáci a zahraniční investoři investují do samostatných fondů. O investicích rozhoduje investiční poradce. Ten proporcionálně udržuje podíl fondů portfolia. Ve Spojených státech bývá tento fond v právní formě limitovaného partnerství, pro zahraniční investory je vhodnější forma *offshore* fondu. Struktura fondu je uvedena v Grafu 2.2.

Graf 2.2 Struktura Side-By-Side



Zdroj: Lhabitat (2006)

Pro správné fungování a řízení hedgeových fondů a to nejen v zahraničí, ale i u nás, je zapotřebí tří důležitých ekonomických subjektů. Jedná se o *brokera*, *administrátora* a *distributora*. Každá z těchto osob zastává určitou činnost pro správné fungování hedgeových fondů.

Činnost administrátora

Každý fond potřebuje mít svou administrativu. Hlavním úkolem administrátora je, že je zodpovědný za operativnost, oceňování a účetnictví hedgeového fondu. Další povinností administrátora je vypočítávat čistou hodnotu aktiv akcií. Tato hodnota je důležitá nejen pro investiční manažery, ale hlavně pro samotné investory, kteří se zajímají o hodnotu svých vlastních akcií. Administrátorovi může být i přidělena úloha plateb daní, připravování podkladů pro současné akcionáře nebo zpracovávání záznamů o výdajích fondů.

Činnost broker a

Jednou z hlavních úloh broker a je vypořádávání obchodů a vedení záznamů o objemech, aktuálních pozicích a výkonnosti fondu. Jak je již známo, hedgeové fondy často obchodují s cizími prostředky, které právě mají za úkol opatřit brokeri. Ti pak mají přehled o všech obchodech a aktuálním stavu fondu. Broker je tak schopný lépe monitorovat a vyhodnocovat rizika spojená s prostředky, které poskytl na financování svých obchodů. Další úlohou

brokera je zabezpečit přístup k cenným papírům, dokáže zabezpečit monitorování a analýzu rizik celkového portfolia.

V současnosti se objevil nový trend v oblasti *brokerage*. Jelikož investoři se v poslední době potýkali se spoustou nepříjemných situací, které se týkaly například pádů investičních institucí, začaly hedgeové fondy využívat služeb od více brokerů najednou. K hlavním důvodům patří snížení operativního rizika, zlepšení přístupu k vnitřním informacím a výzkumným analýzám. Naproti tomu jsou zde i nevýhody a tím je komplikovanější systém správy portfolia a horší přehled o skutečných obchodech.

Činnost distributora

Distributor je zodpovědný za marketing fondu, který dělá pro potenciální investory. Většinou tuto roli zastává investiční manažer.

2.2.3 Finanční páka – instrument pro zvyšování zisků

Jednou z možností jak dosáhnout u hedgeových fondů svých cílů je použití tzv. *páky* (leverage). Pro laiky znamená finanční páka nákup akcií kvůli marži. Klient si půjčí peníze za co nejnižší úrok na předem stanovenou dobu. Poté musí nalézt co nejlepší investiční příležitost, která mu přinese větší peníze, než smluvený úrok. Až vyprší smluvní doba, půjčku i s úroky splatí a rozdíl si ponechá. Klient nemusí složit žádný vlastní kapitál, a přesto realizovat zisk. Avšak tato operace sebou nese vysoké riziko a to v podobě ztráty, pokud investice nevyjde.

Z odborného hlediska může být páka definována jako půjčování si peněžních prostředků pro uskutečnění dlouhých pozic, které překračují základní kapitál, nebo také půjčování si cenných papírů pro uskutečnění pozic krátkých. Při získávání finančních instrumentů je třeba složit jen část jejich hodnoty, avšak zisk nebo ztráta odpovídají celé investici (Jorion, 2001).

Nejběžnějším způsobem jak finanční páku měřit je vydělit celkové aktiva hedgeového fondu základním kapitálem. Investoři používají páku z několika důvodů. Pokud výnos z aktiva přesáhne náklady půjčení finančních prostředků, kterých je třeba na koupi a následný prodej aktiv. Páka je použita také v případě krátké pozice, kdy dojde k půjčení si cenného papíru, jeho prodeje a po poklesu ceny dojde opět k jeho koupi a vrácení cenného papíru. Finanční páka není jediným nástrojem k získání finančního obnosu. Fondy využívají instrumentů jako jsou opce, futures, forwards a jiné deriváty.

2.3 Ukazatele měření výkonnosti hedgeových fondů

Hedgeové fondy jsou zpravidla nastaveny tak, aby přinášely dlouhodobý růst kapitálu. Elementárním cílem je samozřejmě výnos, který je zpravidla vyšší než míra inflace za investiční období, což podporuje vzrůst reálné kupní síly investice. Některé fondy jsou agresivnější než ostatní, jiné jsou tolerantnější k riziku, ale základní myšlenkou je, aby rostla hodnota aktiv investora.

Výnos je z velké části definován třemi faktory. *Výkonností trhu*, na kterém manažer investuje, dále *výkonností manažerovy strategie* a *úrovní schopností manažera*. Aby investoři dokázali posoudit, zda fond splňuje svoji vizi, měří výkonnost na základě indexů a benchmarku⁵. Podle druhu fondu je zvolen širší index (například S&P 500) nebo přímo sektorový index. Při vyhodnocování výkonnosti investičního nebo vkladového instrumentu je používán benchmark, tedy srovnávací základna. Například v českých podmínkách lze srovnávat výkonnost vlastního akciového portfolia, se kterým se obchoduje na BCPP s vývojem oficiálního burzovního indexu PX. Tento index je potom benchmarkem, neboli referenční úrovní pro vyhodnocování výkonu investičních záměrů, které jsou prováděny v rámci našeho akciového portfolia. Jelikož ale mají hedgeové fondy formu alternativní investice a hedgeové strategie jsou rozdílné, porovnávání s klasickým indexem nepřináší vždy chvályhodné a předpokládané výsledky. Pro hedgeové fondy jsou tedy vytvořeny specializované indexy a to podle jednotlivých hedgeových strategií, které jsou vhodné pro porovnání s klasickými indexy. Mezi nejznámější ukazatele patří Sharpe Ratio, Sortin Ratio a Jensenova alfa. Informace o poměrových ukazatelích jsou získány z webového serveru www.finance-management.cz, na který je v jednotlivých kapitolách dán odkaz.

2.3.1 Sharpe Ratio

Zakladatelem ukazatele je William Sharpe, laureát Nobelovy ceny a finanční teoretik. Tvrdil, že tento ukazatel měří nad-výnos portfolia k jednotce rizika. Jsou-li k dispozici dvě investice, u kterých známe výše průměrných výnosů a výše rizik (směrodatných odchylek), efektivnější je investice s vyšší hodnotou poměru výnos/riziko. Hodnota ukazatele je zjištěna jako rozdíl výnosu portfolia aktiv snížený o bezrizikovou sazbu a směrodatné odchylky výnosů portfolia⁶ dle vzorce 2.1.

⁵ Benchmark – srovnávací základna či kritérium, při vyhodnocování výkonnosti investičního či vkladového instrumentu

⁶ www.finance-management.cz

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{E(r - r_f)}{\sigma_p}$$

(2.1)

r ...výnos sledované investice, aktiva nebo portofolia

r_f ...výnos benchmarkové investice

σ_p ... směrodatné odchytky výnosu investice nebo aktiva nad benchmark

$E(r - r_f)$...očekávaný výnos sledované investice, aktiva nebo portofolia

Sharpe koeficient je měřítkem výkonnosti a bere v úvahu rizikový profil investice. Jde o průměrnou výkonnost aktiva nad úrovní výnosu bezrizikového aktiva. Sharpe Ratio lze označit jako indikátor absolutního výnosu bez nutnosti stanovení srovnávacího indexu.

Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím lepší je výkonnost hedgeového fondu vzhledem ke své rizikovosti.

V praxi dosahuje hodnota u standardního akciového portfolia kolem 0,5. Komplexní portfolia hedge fondů vykazují často poměr, který je vyšší než 1.

Mohou nastat dva problémy při interpretaci. Směrodatnou odchylkou je měřeno riziko jak při zhodnocení, tak i při nezhdnocení investice. Zhodnocení investice je pozitivní, ale podle Sharpeho poměru je hodnoceno negativně. A při výpočtu se nebere v úvahu maximální pokles hodnoty portfolia⁷.

2.3.2 Sortin Ratio

Další způsob měření výkonnosti hedgeového fondu je podle Franka Sortina. Ten měl odlišný názor na riziko oproti Sharpemu, je jeho rozšířením. Sortin Ratio je míra rizikově upraveného výnosu investice. Sortino hledal způsob, jakým riziko vzniká. Když je investice znehodnocená, jedná se jistě o riziko, ale v případě zhodnocení investice není jisté, zda lze stále hovořit o riziku. V ukazateli je oproti Sharpe Ratio vyloučena volatilita poklesu (je rozlišena „dobrá“ a „zlá“ volatilita). Směrodatnou odchylku nahradila odchylka poklesu⁸. Sortin Ratio je vyjádřen vzorcem 2.2.

$$\text{Sortin Ratio} = \frac{E(r_p - r_p^-)}{\sigma_D}$$

(2.2)

r_f ...výnos benchmarkové investice

r_p ...výnos sledované investice, portfolia nebo aktiva

⁷ www.finance-management.cz

⁸ www.finance-management.cz

σ_D...směrodatná odchylka výnosu nad benchmark zachycující pouze poklesy

Volatilita poklesů je vypočtena stejně jako směrodatná odchylka, ale s rozdílem, že jsou brány v úvahu pouze dodatečné negativní výnosy. Je-li hodnota Sortin Ratio příliš vysoká, poukazuje na relativně nízké riziko velkých ztrát⁹.

2.3.3 Jensenova alfa

Model byl sestaven ekonomem Michaelem Jensenem. Ukazatel výkonnosti se zaměřuje na nediverzifikované riziko. Model měří výnos investic s ohledem na úroveň systematického rizika. Je také zohledněn koncept, že rizikovější investice by měly dosahovat vyššího výnosu. Model se snaží zachytit dodatečný výnos nezachycený kapitálových oceňovacím modelem CAPM¹⁰. Jensenova alfa je zachycena vzorcem 2.3.

$$\text{Jensenova alfa} = E r_p - r_f - \beta_p * (E r_M - r_f)$$

(2.3)

$E(R_p)$...očekávaný výnos sledované investice, aktiva nebo portfolio

r_fbezriziková úroková míra

$E(R_M)$očekávaný výnos trhu

β_psystematické riziko investice

Hlavním pozitivem Jensenovy alfy je výnos, který byl dosažen díky jiným faktorům. Na základě tohoto ukazatele má manažer větší schopnost zhodnotit situaci na trhu. Jensenova alfa je používána při hodnocení výkonnosti investičního nebo portfolio manažera spolu s Sharpe Ratio¹¹.

2.4 Investiční strategie hedgeových fondů

Hedgeové fondy nabízejí řadu investičních strategií, které mohou investoři využívat. Je známo, že co hedgeový fond, to jiná strategie. Hlavním důvodem je to, že každý fond má své vlastní know how, kterým se chce na trhu lišit. Existují různé kategorizace hedgeových fondů.

Společnost Greenwich Alternative Investments (GAI) je hlavním průkopníkem specializovaných fondů a souvisejících investičních produktů a služeb. Díky široké a

⁹ www.finance-management.cz

¹⁰ www.finance-management.cz

¹¹ www.finance-management.cz

integrované nabídce společnost pokryla celé spektrum investičních hedgeových fondů, a to včetně výzkumu, indexování, řízení investic a poradenských služeb. Správci fondů a investoři se mohou spoléhat na klasifikační rozdělení hedgeových strategií dle společnosti GAI, která strategie rozdělila do následujících skupin.

2.4.1 Market Neutral Group

Equity Market Neutral

Strategie je založena na principu, kdy manažeři investují část svých peněžních prostředků do aktiv pro dlouhou pozici a část pro krátkou pozici. Portfolio je sestaveno z obou pozic, přičemž je dosaženo nízké tržní expozice. U dlouhé pozice je očekáván cenový nárůst aktiv, zatímco krátké pozice jsou otevřeny pro aktiva, u kterých je očekáván pokles hodnoty. Jako nástroje pro otevření pozic jsou brány v úvahu kmenové akcie, opce, přičemž jako hlavní instrument uvažujeme nástroj equity. Hodnoty aktiv mohou být zjištěny na základě výpočtu fundamentální hodnoty, tempa růstu společnosti, struktury cenového pohybu nebo pomocí komplexní statistické analýzy instrumentu. Jelikož je poměr „*long*“ a „*short*“ pozice půl napůl, nehýbe se podle očekávaného vývoje. Tudíž je tato strategie vystavena nejistotě na finančních trzích.

Event Driven

Jedná se o strategii, která využívá zvláštních příležitostí v důsledku očekávání budoucích událostí. Jako například lze uvést *spinn-off*, tedy vznik nové společnosti, vyčleněním existující části, dále fúze, akvizice, restrukturalizace, konsolidace, likvidace, vyhlášení bankrotu či zpětný odkup akcií. Strategie si zakládá na přesném odhadování, ve kterém momentu lze dané aktivum prodat či koupit. Pro Event Driven je důležitá dokonalá fundamentální analýza a přístup ke spolehlivým informacím. K obchodování slouží instrumenty jako kmenové akcie, prioritní akcie, dlouhodobé cenné papíry, opce nebo swapy (záruka pro úvěrové selhání). Tato strategie je nazývána „investování podle životního cyklu firmy“ (Corporate life cycle investing). Jelikož strategie Event Driven je značně obsáhlá, má další 3 podkategorie.

Distressed Securities

Manažer investuje do společnosti, která má finanční potíže. Takové společnosti se často objevují v konkurzu nebo je konkurz v blízké době čeká. Jelikož je společnost v pozici dlužníka, může manažer nakoupit aktiva za zvýhodněné ceny. A pokud dojde k úspěšné reorganizaci společnosti, může docílit příjemného výnosu z těchto aktiv. Hlavní prioritou je

ale investování do dlouhodobých finančních nástrojů, neboť investorovi nabízí prioritu před vlastníkem kmenové akcie.

Fúze a akvizice

Jedná se o nejznámější arbitráž, která je využívána mezi manažery a investory hedge fondů. Obvykle při učinění akvizice nebo fúze dochází k tomu, že cena akcií akvírované společnosti roste a naopak ceny akcií klesají u společnosti, která tu akvírovanou přebírá. Velkou výhodou pro manažera jsou dostatečné informace o společnosti, v jaké ekonomické situaci se nachází a jaká rizika může manažer očekávat.

Speciální strategie

Pro uplatnění této strategie musí manažer vyčkat na neobvyklou situaci na trhu, aby mohl v krátkém časovém okamžiku realizovat zisk. Jedná se například o zvýšení ratingu u dluhopisů, odkup akcií managementem. Strategie je o to účinnější, mají-li manažeři kvalitní informace.

Market Neutrale Arbitrage

Pro tuto strategii se manažer snaží využívat konkrétní nedostatky vzniklé na trhu a to při oceňování aktiv pomocí zajištěného portfolia, které vyrovnává krátké a dlouhé pozice. Strategie využívá obtížné matematické modely, díky kterým lze nalézt nesprávné ocenění určitého nástroje. Tržní riziko se výrazně snižuje, což vede také k portfoliu s nízkou korelací a nízkým beta-koefficientem na trhu. Tato strategie má také jako ta předchozí několik podkategorií.

Convertible Arbitrage

Majitel konvertibilního dluhopisu nebo prioritní akcie má právo požadovat ve lhůtě jejich výměnu za kmenové akcie společnosti. Jedná se o dluhové nástroje a uplatní-li majitel proměnitelného dluhopisu své právo ve stanovené lhůtě, společnost je povinna zvýšit základní kapitál a nově emitované akcie vyměnit za dluhopisy. Neuplatní-li majitel toto právo, zůstává ve společnosti dále věřitelem a má právo pouze na vyplacení zapůjčené částky, včetně stanovených úroků. Protože se jedná o emitenta se stejnými fundamentálními ukazateli, tržní hodnota dluhu je úzce spjatá s tržní hodnotou akcie. Typické pro tuto arbitráž je nákup konvertibilního dluhopisu a prodej kmenové akcie. Výnos je realizovaný na rozdílech mezi oběma pozicemi. Manažer vyhledává cenové neefektivity na různých trzích. Pokud nalezne rozdílná ocenění skutečnosti, která má nastat v budoucnu, realizuje tak atraktivní zisk.

V roce 2008 v důsledku finanční krize konvertibilní arbitráž značně utrpěla a to kvůli zásahu Komise pro cenné papíry ve Spojených státech (SEC). Hlavním důvodem byl zákaz

pro některé finanční instituce prodej nakrátko. Zde vzniká otázka, zda více podobných státních zásahů nesníží důvěru ve finanční oblasti.

Arbitráž dluhových instrumentů

Mezi cennými papíry s fixním výnosem mohou existovat cenové nerovnosti, které jsou právě vhodné pro využití této strategie. Jako nástroje mohou být použity státní dluhopisy, státní pokladniční poukázky nebo deriváty navazující na hypotéky. Nejčastějším obchodem bývá prodej dluhopisů, které jsou čerstvě uvedeny na trhu, a nákup dluhopisu od stejného emitenta, který byl však umístěn na trhu před nějakou dobou. Obchody zpravidla dosahují malého zisku.

2.4.2 Equity hedge

Strategie je také nazývána jako Long/Short Equity. Jedná se o kombinaci dlouhodobé držby akcií s prodejem nakrátko. Pokud je trh rostoucí, jsou zisky generovány z dlouhých pozic a prodej nakrátko slouží k zajišťování. Naopak pokud je na trhu zaznamenán klesající stav, jsou zisky generovány z krátkých pozic. V závislosti na výhledu manažera se mění podíl krátkých a dlouhých pozic. V případě poklesu trhu není snahou fondu minimalizovat ztráty, což je typické pro akciové fondy, ale cílem je vydělat na tom. Za posledních sedm let byla strategie Equity hedge nejúspěšnější. Tak jako předchozí strategie i Equity hedge má několik podkategorií.

Strategie agresivního růstu

Na finančním trhu existují investice, u kterých lze očekávat vysoké tempo růstu zisku. Zpravidla se jedná o malé a středně velké podniky, u kterých nedochází k vyplácení dividend a pokud ano, tak jen v nízkém rozsahu a hlavně se vyznačují vysokým násobkem podílu ceny a zisku na akcii. Každý manažer je vystaven vysokému riziku, které se týká úspěšnosti jeho společnosti, produktu či službě, a to zejména v situaci, kdy nemá dostatečně zpracovanou fundamentální analýzu. Velkým rizikem této strategie je vytvoření spekulativní bubliny na daném trhu. Tato strategie uplatňována zejména u společností technologického, biotechnologického sektoru.

Strategie „prodej nakrátko“

U této strategie manažer udržuje konzistentní čisté krátké expozice v jeho portfoliu. To znamená, že více kapitálu je vloženo na podporu krátkých pozic, než do pozic dlouhých. Na rozdíl od dlouhé pozice, u které je očekávána zvýšená hodnota, je u krátké pozice očekáván pokles hodnoty. Díky krátkému podeji si manažer půjčuje cenné papíry od svého brokera a

hned je prodává na trhu. Poté čeká, až cena opět klesne, aby aktiva mohl odkoupit zpět a vrátit makléři. Tímto způsobem je manažer schopen profitovat z poklesu hodnoty cenného papíru.

Oportunistická strategie

Na základě této strategie manažer v průběhu času změní přístup k investicím, aby lépe využil současných tržních podmínek a investičních příležitostí. Na základě toho využívá řadu strategií a mění je podle situace na trhu nebo ekonomických podmínek. K charakteristickým ukazatelům této strategie patří třídy aktiv, tržní kapitalizace a jiné.

Value strategie

U této strategie se manažer zaměřuje na hodnotu cenného papíru, která by měla být nižší než její vnitřní hodnota. Tím dojde k zabezpečení se proti chybnému odhadu vnitřní hodnoty. Jedním z důležitých faktorů této strategie je dlouhodobý horizont této akcie.

2.4.3 Directional Trading Group

Futures strategie

Futures manažeři se snaží být ziskoví v jakémkoliv ekonomickém prostředí. Mohou obchodovat na derivátních trzích v krátkých nebo i dlouhých pozicích. Jako své instrumenty využívají komodity, úrokové sazby, akciové indexy. Výkonnost futures manažerů má relativně nízkou korelaci s jinými hedgeovými strategiemi.

Global macro

Pomocí této strategie se manažer pokouší odhadnout budoucí vývoj akciových trhů, úrokových sazeb, měnových kurzů a komodit. A pomocí finanční páky spekuluje na očekávaný vývoj. Zpravidla bývá aplikován přístup „top down“ (shora dolů), kde je hlavní pozornost věnována globálním makroekonomickým událostem, které by mohly v budoucnu nastat a které mohou mít vliv na ceny finančních aktiv. Manažer má velmi široký mandát a může zaujmout pozici na jakémkoliv trhu s jakýmkoliv instrumentem.

Market Timing

Manažer se snaží předvídat vývoj na trzích a na základě těchto předpovědí se poté vytváří krátké či dlouhé pozice pro akciové indexy či dluhopisy. Hlavním smyslem této strategie tedy je správné načasování vstupu a výstupu z trhu.

2.4.4 Speciální strategie

Emerging strategie

V českém překladu můžeme tuto strategii nazvat rozvíjejícím se trhem. Kdy manažeři investují zejména do společností v zemích, které jsou méně ekonomicky rozvinuté a mají

vysoký potenciál pro růst v budoucnu. Mezi tyto země patří Brazílie, Čína, Indie nebo Rusko. Tato strategie je definována čistě z hlediska geografické stránky, manažer může investovat do jakýchkoliv aktiv a své portfolio může postavit na libovolném základě, například hodnotě, arbitráži a jiné.

Příjmová strategie

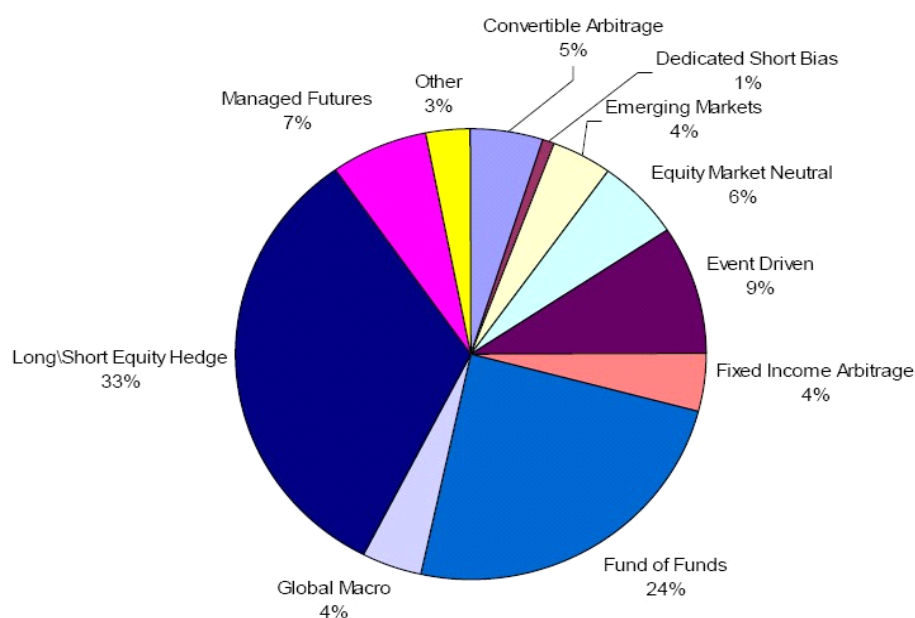
Manažer u strategie „*fixed income*“ investuje do takových cenných papírů, které mohou dosáhnout výnosu z kupónu. Touto strategií se manažeři snaží docílit nejen výnosů s nízkou volatilitou, ale také nižšího cílového výnosu. Příjmová strategie je jednou z nejkonzervativnějších strategií u hedgeových fondů.

Multi strategie

Manažer fondu využívá dvou nebo tří výše uvedených strategií současně. Ačkoliv relativní váha zvolených strategií se může časem změnit, každá z těchto strategií hraje významnou roli v portfoliu. Smyslem strategie je lépe diverzifikovat portfolia nebo lépe využívat dovednosti a správu portfolia.

V Grafu 2.3 pod textem jsou znázorněny nejpoužívanější hedgeové strategie na kapitálových trzích do roku 2004.

Graf 2.3 Nejpoužívanější hedgeové strategie na kapitálových trzích do roku 2004



Zdroj: Anatu Hedge funds (2004)

2.5 Rizika hedgeových fondů

Ne každá činnost na finančním trhu přinese úspěch. Je třeba myslet i na to, že daný cíl se nemusí podařit. Proto tak jak investiční manažeři očekávají výnos z dané investice, tak i počítají s riziky, které mohou v průběhu investování nastat a přinést jim ztrátu. Finanční teorie, které se zabývají měřením výnosnosti a rizika, chápou riziko jako pravděpodobnost, že výnos bude jiný než očekávaná hodnota. Čím má investice vyšší volatilitu, tím je rizikovější. K nejčastějším rizikům, která mnohou investora potkat, patří tržní, kreditní, operační riziko a riziko likvidity.

2.5.1 Tržní riziko

Tržní riziko je riziko, které musí být hedgeovými fondy nejvíce sledované a hlídané. Riziko poukazuje na znehodnocení čisté hodnoty aktiv fondů. K tomuto znehodnocení může dojít díky faktorům jako je úroková míra, volatilita, cena cenných papírů a jejich korelace. Manažeři nevyhodnocují pouze celkové riziko, ale také jeho části. Věnují pozornost rozdělení aktiv, používaným nástrojům, geografickému rozložení aj.

Jako nástroj pro měření tržního rizika je používán *Value at Risk* (VaR). VaR měří maximální množství kapitálu, které je možno očekávat, které daná pozice ztratí v určité době na určité pravděpodobnostní úrovni.

2.5.2 Kreditní riziko

Kreditní riziko se týká cenných papírů společností, do kterých manažeři hedgeových fondů investují, a také společností, se kterými fond spolupracuje při uskutečňování svých investic. Riziko může vzniknout při snížené schopnosti splácet závazky, pokud dojde ke snížení úvěrového ratingu, nebo také při úpadku společnosti.

Riziku je možné zabránit několika způsoby. Je nutné pečlivě zvážit výběr investičního partnera, provést u něj analýzu úvěrové schopnosti a nastavit limity, které budou hlídat objem peněžních prostředků. Další možností je stanovení výše zálohy za úvěry a postup jejich vymáhání.

2.5.3 Operační riziko

Kvantifikace operačního rizika je značně obtížná. Riziko se týká zejména podpory činnosti fondu, jako je administrativa, účetnictví, oceňování, reporting nebo obchodní vztahy. Chyby vznikají u zadávání vstupních údajů, nebo v případě nepravdivých dat. Pokud hedgeové fondy disponují nekvalitními modely pro oceňování. Selhat může ale i lidský faktor, a to v podobě zneužití finančních prostředků ve svůj vlastní prospěch.

2.5.4 Riziko likvidity

Klíčovým prvkem pro obchodování s hedgeovými fondy je mít přístup k finančním prostředkům. Analýza likvidity bere v úvahu časový horizont investic. Při investicích, které mají dlouhý časový horizont, musí mít fond dostatek hotovosti, aby dokázal uspokojit výběr investorů z fondu. Riziko se vztahuje na dobu, která musí uplynout od nahlášení výběru finančních prostředků k jejich realizaci. Hedgeové fondy by měly sledovat trhy, na kterých jsou finanční prostředky půjčovány pro uskutečnění investic nebo kde nejsou v čas vyhodnoceny zvýšené náklady na dosažení likvidity.

2.6 Srovnání investičního fondu a hedgeového fondu

Investiční a hedgeové fondy se liší v mnoha oblastech. Mají rozdílné investiční cíle, strategie, používané nástroje, likviditu a marketing, poplatky nebo regulaci.

Cíl investičních a hedgeových fondů

Investiční fondy jsou vázány na určitý benchmark, kterého se drží a snaží se o dosažení relativního výnosu. Manažeři fondů investují na akciovém trhu a ve vysoce konkurenčním prostředí, kde se snaží překonat míru výnosnosti.

Hedgeové fondy mají za cíl dosažení absolutního výnosu, kdy zdrojem výnosu je z převážné části manažer a dále schopnost výběru specifického aktiva (Jaeger, 2003).

Strategie investičních a hedgeových fondů

Strategie *investičních fondů* jsou limitované a jsou řízeny specifickými pravidly, orgány pro kontrolu cenných papírů. Největší omezení je u finanční páky a prodeje nakrátko. Fondy se snaží těžit z celkového trhu.

Hedgeové fondy těží z neefektivity trhu a disponují rozsáhlou řadou strategií. Manažeři fondů využívají například finanční páku nebo short sellingu. Snaží se zaujmout pozici v oblastech průmyslových nebo obchodních (Stanovský, 2005).

Obchodní vztahy investičních a hedgeových fondů

Při investování do *investičního fondu* je najímána osoba, která bude spravovat naše finanční prostředky. Manažer investičního fondu také nemá žádná osobní aktiva v tomto fondu.

U investic do *hedgeových fondů* vstupuje investor do partnerství s manažerem a stává se jeho spoluinvestorem. Manažer hedgeového fondu má své osobní investice přímo ve fondu a měl by i část svých čistých příjmů investovat přímo do těchto fondů. Investoři investující do hedgeových fondů by měli zhodnotit úroveň osobní investice manažera. Jestliže není manažer ochoten vzít na sebe riziko fondu, neměli by ho brát ani investoři (Stanovský, 2005).

Likvidita a marketing investičních a hedgeových fondů

Aktiva *investičního fondu* jsou na trhu oceňována na základě denních kotací z burz. Tímto je u investora docíleno toho, že má přehled o svém majetku. Na základě toho musí manažer fondu zajistit denní likviditu a operovat s limity investičních strategií. V oblasti marketingu chce mít investor co největší volnost a musí akceptovat omezení v investování. Omezení však neeliminují riziko (Stanovský, 2005).

Manažeři *hedgeových fondů* využívají naprosté volnosti do investování aktiv a tím respektují omezení v marketingu a likviditě. U hedgeových fondů neexistuje denní likvidita, tak jak u investičních fondů. Některé fondy doporučují výběr každoročně, u jiných je kapitál vázán na dobu dvou, tří a více let. Z marketingového hlediska je cílem investorů přilákat co nejvíce investorů malých než investorů velkých. Marketingové omezení mají u hedgeových fondů i výhody. Omezení likvidity poukazuje na investorův kapitál, který je chráněn po určité časové období. Malý počet velkých investorů poukazuje na to, že hedgeový fond je brán jako exkluzivní finanční nástroj pro kapitálový trh (Stanovský, 2005).

Poplatky investičních a hedgeových fondů

U *investičních fondů* jsou manažerské poplatky nastaveny dle velikosti aktiv. Jsou stanoveny na roční bázi, v rozmezí od 0,25 % do 2,0 % z celkového objemu spravovaných prostředků. Jestliže aktiva rostou, výnosy manažera rostou rychleji než jeho výdaje a fond, který prosperuje, přiláká dodatečná aktiva. To ovšem nevyvolává žádné přímé spojení mezi výkonností fondu a manažerovou odměnou. Systém poplatků u investičních fondů je tedy více zaměřen na shromažďování aktiv než na jejich správu.

Hedgeové fondy si také připisují roční poplatky, neboli vstupní poplatky, které se pohybují mezi 1 % až 2 % z aktiv spravovaných managementem, ale k tomu jsou připočteny i výkonnostní poplatky, které jsou v rozmezí 15 % až 20 % z vydělaného zisku. Takto rozdělené poplatky motivují manažery k tomu, že preferují spravování aktiv před jejich shromažďováním (Stanovský, 2005).

Regulace investičních a hedgeových fondů

Investiční fondy podléhají regulačnímu dohledu. Regulaci zabezpečují například zákony Securities Act (1933) nebo Securities Exchange Act (1934). Regulovaný je taktéž marketing. Regulace vyžaduje, aby investoři fondu byli obeznámeni o informacích a managementech fondu, poplatcích či nákladech nebo například o výkonnosti a portfoliu fondu. Obecně jsou finanční instituce regulovány z několika důvodů. Přísnější legislativa chrání drobné investory nebo věřitele před zneužitím a to díky různým licencím, registracím. Právě regulační opatření

dopomáhají zákazníkům, aby dostali kvalitní služby za konkurenční ceny. V neposlední řadě pomocí kapitálové přiměřenosti dochází ke snížení systémového rizika a zabezpečení finančního systému (Stanovský, 2005).

Hedgeové fondy doposud na evropské úrovni regulovány nebyly a nejsou povinné se registrovat u regulačních orgánů. Přesto u vývoje akciových trhů i u ekonomického vývoje obecně najdou v tomto odvětví nedostatky. Krize zapříčinila zvýšení zranitelnosti těchto alternativních fondů vůči mnoha druhům rizik. Ty mají negativní dopady nejen na samotné investory, ale i na celou oblast hedgeových fondů (Stanovský, 2005).

Hlavní nevýhody lze spatřovat v nízké míře regulace, nižší transparentnosti nebo vyšších poplatcích. Právě nízká legislativa je největším rizikem hedgeových fondů, ale zároveň je i jejich prioritou při obchodování s nimi. Fondy nepodléhají téměř žádné regulaci a díky tomu zažívají v posledních letech opravdový boom. Dle statistik vzrostl objem majetku, který hedgeové fondy spravují od roku 2000 o trojnásobek.

Problematika regulace hedgeových fondů je řešena ve všech finančních odvětvích a jedná se o problém dlouhodobý. Fondy jsou EU regulovány tak, že každý stát má své vlastní podmínky pro jejich vznik, každá země má svou vlastní legislativu. Názor na regulaci fondů je dvojitý. Na jedné straně je stát a regulační orgány, které se snaží ochránit svůj finanční svět před nepoctivými, nezkušenými investory. Druhá strana se regulaci brání, neboť investoři chtějí zabránit komplikacím, které by v důsledku nové legislativy mohly nastat v podnikání. Díky regulaci by totiž mohlo dojít i k úplnému omezení podnikání, například ve formě zvýšených nákladů. Problém nastává, nachází-li se ekonomika v recesi. Pokud je ekonomika ve fázi konjunktury, o regulaci nepadne ani zmínka. Je to zapříčiněno tím, že v tomto období hedgeové fondy vystupují na finančních trzích jako úspěšné, neboť investorům přináší zisk a státu zase slušný obnos z vybraných daních. Pokud se ekonomika nachází v krizi, všichni poukazují na nedostatky v regulačních opatřeních hedgeových fondů, které na trhu vystupují jako instituce, které ničí drobné a slabé investory. To je častý důvod, proč tyto rizikové instituce Evropská unie označuje za viníky finanční krize.

Proto po skončení finanční krize se opět otevřela diskuse o nových pravidlech a fungování hedgeových fondů. Na podobě regulace fondů se musí dohodnout skupina ministrů financí Evropské unie (ECOFIN) spolu s Evropským parlamentem. Návrh například poukazuje na to, že by měly mít regulační orgány informace o tom, jakou část majetku fondů tvoří cizí zdroje. Největšího rozporu zatím dosáhla debata o neevropských fondech. Za spřízněnce přísnější regulace se staví Francie, která se obává, aby se fondům stojícím mimo Evropskou unii neusnadnil vstup na unijní trh. Společně s Německem požadují, aby každý členský stát unie žádal o přístup na evropský trh samostatně. Například americký hedgeový fond by musel mít

svolení všech 27 zemí Unie pro vstup na unijní trh. Samozřejmě s touto tezí nesouhlasí státy mimo Unii a velký nesouhlas projevila zejména Velká Británie, kde působí 80 % evropských hedgeových fondů.

Společně s unijními institucemi požaduje, aby stačilo pouze jedno povolení, které by automaticky platilo pro celou Unii. Spojené státy americké také značně kritizují regulaci hedgeových fondů. V této zemi je většina fondů neregulovaných, neboť pečují o sofistikované investory. Ti musí být pro účast ve fondu akreditováni, tedy musí vydělávat určitý objem peněz ročně, musí mít čisté jmění alespoň 1 milionu dolarů a musí mít dostatečné investiční znalosti. Cílem všech zemí by měla být dohoda, která by znamenala vůbec první regulaci hedgeových fondů na celoevropské úrovni.

3. Charakteristika vybraných hedgeových fondů

Na celosvětovém trhu působí 13 nejvýznamnějších společností, které se zabývají problematikou hedgeových fondů. Tyto organizace jsou uvedeny v Příloze 2. Většina zahraničních hedgeových fondů má domicil v USA nebo v daňových rájích.

V české legislativě se k pokročilejší formě investování řadí skupina speciálních fondů. Do nich patří fondy spravující kvalifikovaní investoři a fondy jsou právě obdobou v zahraniční známých hedgeových fondů. Hedgeové fondy nejsou zpravidla regulované přímo u nás, ale přicházejí do České republiky zejména ze zahraničí.

Rozlišují se dva typy hedgeových fondů. Jedná se o fondy s domicilem v České republice, jsou regulované ČNB a mají podobu fondu kvalifikovaného investora. Ty podle dostupných informací nebyly doposud v ČR založeny. Důvodem je to, že zakladatelé hedgeových fondů upřednostňují jurisdikce s výhodnějším zdaněním a regulací. Druhým hedgeovým fondem je fond se zahraničním domicilem, ten nepodléhá regulaci ČNB. Do října 2008 bylo v České republice evidováno 5 společností, které disponují neregulovanými hedgeovými fondy.

K analýze byly vybrány tři společnosti zabývající se problematikou hedgeových fondů, jejichž charakteristika je uvedena v následujících kapitolách.

3.1 Atlantik finanční trhy, a. s.

Finanční skupina Atlantik je významným obchodníkem s cennými papíry na českém trhu, spravuje finanční majetek a nabízí služby finančního poradenství. Investuje na největších trzích v USA a Evropě, na burzách v Maďarsku a Polsku. Atlantik se stal členem asociace kapitálových trhů ČR a působí ve skupině J&T FINANCE, a. s.

Skupina J&T poskytuje komplexní služby, které jsou spojeny s privátním bankovníctvím, správou majetku klientů a institucí nebo projektovým financováním. Mezi podstatné účasti společnosti patří 4 banky:

- *J&T Banka, a.s.,*
- *J&T Bank (Switzerland) Ltd.,*
- *J&T Bank (Switzerland) Ltd.,*
- *J&T Bank and Trust Inc.*

Skupinou J&T jsou dále financovány průmyslové sektory, hotelové společnosti nebo média či společnosti podnikající v turismu a turistické infrastruktuře. Základní parametry společnosti Atlantik jsou získány z webového serveru www.atlantik.cz, na který je v kapitole 3.1 odkazováno.

Atlantik Asset Management (Atlantik AM) je nejvýznamnější nezávislý správce aktiv v České republice. Zaměřuje se hlavně na správu majetku osob, firem a institucí. Společnost

Atlantik AM založila v roce 2007 skupinu Atlantik Advanced Solutions a to za účelem nabídnout klientům unikátní formu investování. Fondy jsou založeny v České republice jako standardní fondy a na Maltě jako fondy speciální pro kvalifikované investory.

Atlantik AM spravuje 3 typy hedgeových (speciálních) fondů Atlantik Advanced Solutions:

- *Atlantik Advanced Balanced CZK Fund* (speciální balancovaný fond),
- *Atlantik Advanced Commodity CZK Fund* (speciální komoditní fond),
- *Atlantik Advanced Fixed Income CZK Fund* (Fond peněžního trhu ATLANTIK).

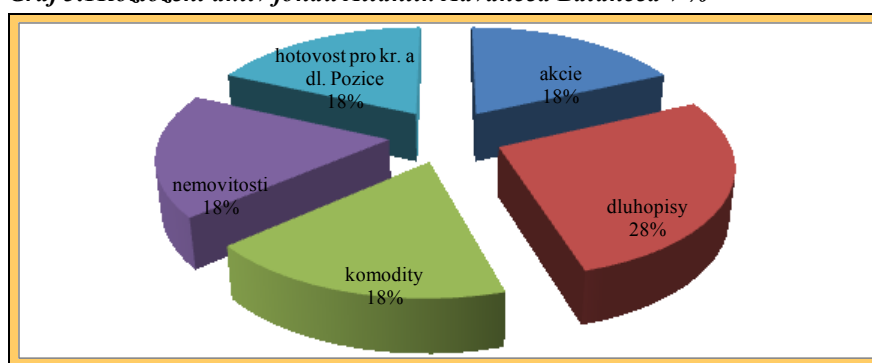
Pro analýzu hedge fondů byly vybrány fondy Atlantik Advanced Balanced a Atlantik Advanced Commodity, neboť tyto hedgeové fondy působí na kapitálovém trhu déle.

Charakteristika hedgeového fondu *Atlantik Advanced Equity CZK Fund* (speciální akciový fond) je uvedena v Příloze 3.

3.1.1 Atlantik Advanced Balanced CZK Fund

Balancovaný fond je považován jako komplexní vyvážená strategie pro každého investora. Fond *Advanced Balanced CZK Fund* investuje do čtyř základních druhů aktiv. Portfolio fondu tvoří v první řadě akcie a dluhopisy a dále fond investuje do komodit a realit. Diverzifikací se snaží snížit nejen riziko ztráty, ale jelikož se třídy aktiv v čase vyvíjí odlišně, snaží se fond pozitivně percipovat na tržním vývoji jednotlivých tříd aktiv. Fond je určen pro kvalifikované investory, kteří dokážou rozumně zhodnotit roční kapitál a jsou ochotni podstoupit střední riziko v portfoliu investora. Graf 3.1 zobrazuje rozdělení aktiv fondu Atlantik Advanced Balanced do 4 tříd v procentuálních hodnotách.

Graf 3.1 Rozložení aktiv fondu Atlantik Advanced Balanced v %



Zdroj: Atlanik AM

Akcie mají vysoký potenciál růstu, odrážejí úspěšnost podnikání a jejich dlouhodobý výnos převyšuje inflaci. Fond vybírá zejména levné akcie úspěšných společností.

Dluhopisy a jiné investice, které mají fixní výnos, jsou stejně jako u flexibilního fondu stabilizátorem portfolia. Investor vybírá regiony, které nabízí vyšší výnosy a zajímavé příležitosti, které plynou ze změn úrokových sazeb.

Komodity jsou nezbytnou součástí pro dnešní společnost. Protože čím více ekonomika bohatne, tím více zdrojů je spotřebováno, a spotřebitelé se podílejí na růstu cen komodit.

Reality jsou tradičním nástrojem zhodnocení peněz a lze do nich snadně a efektivně investovat přes finanční trhy, než si pořídit konkrétní nemovitost. Investor může vlastnit obchodní či kancelářské centra, golfové hřiště nebo lukrativní pozemky.

Cílem fondu je dosažení kladného absolutního výnosu v každém roce investice a to při nižším kolísání hodnoty, než je obvyklé u akciových fondů, překonání inflace a dosažení v horizontu 3 let výnosu, který je srovnatelný s výnosem akcií, ale při menším riziku¹². Základní údaje Atlantik Advanced Balanced CZK Fund jsou uvedeny v Tab 3.1.

Tab 3.1 Základní údaje Atlantik Advanced Balanced CZK Fund

Minimální vstupní investice	Ekvivalent 75 000 eur
Měna fondu	CZK
Datum založení	22. listopad 2007
Aktiva fondu	175,5 mil CZK
Strategie fondu	Multi – Strategy (Absolute return)
Následná investice	100 000 CZK
Frekvence ocenění fondu	měsíční
Domicil	Malta
Typ fondu	MT0000078593
Manažerské poplatky	Fixní poplatek 0,8 % p. a.
	Výkonnostní poplatek 10 %
Vstupní/výstupní poplatky	viz Příloha 4
Doporučená doba investice	minimálně 3 měsíce
Míra rizika	střední
Manažer fondu	Atlantik Asset management investiční společnost, a. s.
Custodian	HSBC Bank Malta plc.
Administrátor	HSBC Securities Services (Malta) Ltd.

Zdroje: Atlantik (2010)

Strategie fondu

Strategie „*Absolute return*“ neboli investice za každého počasí je založena na principu, kdy fond může dosahovat kladného výsledku v každém roce. Díky struktuře a fungování fondu vydělává i na klesajících trzích. Strategie fondu je založena na dynamické kombinaci investic do akcií, dluhopisů, realit a komodit. V závislosti na vývoji trhů, ekonomických parametrů a psychologii trhů se mění struktura portfolia.

¹² www.atlantik.cz

Kromě držení akcií a dluhopisů či realitních trustů¹³ jsou nepoužívanější indexové futures¹⁴. Ty se vyvíjejí na základě pohybu akciového či komoditního indexu (DJ Eurostoxx 50, GSCI). Výhody indexových nástrojů spočívají v:

- jednoduchosti obchodování,
- nízkých transakčních nákladech (oproti klasickým fondům o 1,1 % z objemu portfolia),
- flexibilitě a transparentnosti,
- likviditě trhů s futures,
- možnosti vydělávat i na klesajících trzích.

Právě prostřednictvím futures kontraktů je prováděno aktivní řízení investic, používání finanční páky a krátké pozice profitující na poklesech, které jsou vhodné pro neutralizaci portfolia. Součástí strategie fondů je i faktor psychologie trhů, tzv. momentum faktor, kde podstatou je nálada investora.

Strategie fondu Atlantik Advanced Balanced se zaměřuje na výběr titulů z rozvinutých zemí Evropy a Ameriky. Hlavním důvodem výběru těchto zemí je dostupnost kvalitních dat z finančních výkazů a vyšší transparentnosti. Aby byly vybrány ty nejvhodnější tituly, výběr prochází několika koly a v každém se pomocí screeningu zúží okruh společností vhodných pro investici.

První kolo je zaměřeno na výběr faktorů jako tržová kapitalizace společnosti, zadluženost, historie vyplácení dividend kvůli eliminaci nekvalitních společností. Zde jsou zpravidla vyloučeny společnosti, které mají nízkou tržovou kapitalizaci, tzv. small caps, a také příliš zadlužené společnosti, které by mohly svým bankrotem způsobit kolaps portfolia.

V *druhém kole* dochází k vyložení příliš drahých společností. K ocenění využívají portfolio manažeři model residual income. Také využívají projekci výnosů na 10 let. Poměr ceny akcie a hodnoty modelu by měl být v rozmezí 0,8 – 1.

Poslední *třetí kolo* by mělo poukázat na společnosti, u kterých je pravděpodobnost určitého cenového posunu za pomocí indikátorů technické analýzy¹⁵.

Riziko fondu může vzniknout na základě nepřiměřené velké díry v portfoliu, která vzniká výrazným propadem ceny akcie. Strategie se snaží toto riziko eliminovat právě počítačovým screeningem a výběrem vhodně oceněné společnosti. Fond má také nulové kurzové riziko díky tomu, že jsou fondy zajištěny a vedeny v měně CZK.

¹³ Realitní trust – akcie developerských a realitních společností, také pod názvem REIT's

¹⁴ Futures – standardizovaný finanční nástroj obchodovaný na regulovaných trzích, který je uzavřen v daný moment za domluvené cenové podmínky a vypořádaný v budoucnu

¹⁵ www.atlantik.cz

Kontrola rizika je dána maximálním omezeným propadem, kde riziko je definováno jako:

stop loss –6 % = maximální měsíční propad

Fond Atlantik Advanced Balanced CZK Fund je registrován na Maltě, což je bezpečná a uznávaná finanční destinace, která podléhá regulaci v souladu s EU. Tato destinace je zvolena kvůli výhodným daňovým podmínkám a nízkým nákladům na obchodování a správu fondu¹⁶.

Výhody fondu

Fond je jedním z *alternativních typů investice*, neboť vývoj hodnoty fondu vykazuje nízkou závislost na vývoji akciových trhů, a proto je fond vhodné kombinovat s investicemi do akcií a dluhopisů. Investice je v české měně a opět při investování fondu s cizí měnou je investice zajištěna proti měnovým pohybům. Velkou výhodou fondu je *diverzifikace rizika*. Investice fondu je rozprostřena na více trzích a do více typů majetku. Jelikož fond má svůj domicil na Maltě, opět jsou příjmy osvobozeny od daně a tím má fond výhodu vyššího potenciálního výnosu oproti investování do českých fondů. Za použití speciálních investičních nástrojů ověřená strategie speciálního fondu umožní vyšší nákladovou efektivitu – *úspory nákladů*. Fond preferuje vnitřní kontrolu rizika a to pomocí zabudovaných vnitřních mechanismů řízení rizika.

3.1.2 Atlantik Advanced Commodity CZK Fund

Komodity jsou dnes nezbytností a čím více svět bohatne, tím více zdrojů spotřebovává. Přírodní zdroje a infrastruktura nestačí tak prudký nárůst pokrýt, což vede k tomu, že trhy zvyšují své ceny a investování do komodit je pro investory více lákavé. Tím roste i poptávka po komoditách. Akcelerace poptávky souvisí s růstem mezinárodního obchodu. Ten přináší prosperitu především rozvíjejícím se zemím jako je Čína, Indie, Rusko nebo Latinská Amerika a lze hovořit o tzv. „*přesunu ekonomické mapy světa*“. Objem nových investic do komodit rok od roku roste, avšak jejich dostupnost pro běžného investora je obtížná. Právě proto byl založen fond *Atlantik Advanced Commodity CZK Fund*. Fond investuje do 14 druhů komodit a snaží se vydělávat na rostoucí světové spotřebě a vyčerpatelnosti surovinových zdrojů. Spektrum komodit Atlantik Advanced Commodity je uvedeno v Tab 3.2 pod textem.

¹⁶ www.atlantik.cz

Tab 3.2 Spektrum komodit fondu Atlantik Advanced Commodity CZK Fund

Obiloviny	Energie	Kovy	Jiné plodiny
Sója	Ropa	Stříbro	Cukr
Kukuřice	Benzín	Zlato	Kakao
Pšenice	Topný olej	Měď	Káva
	Zemní plyn		Bavlna

Zdroje: Atlantik (2010)

Stejně jako u balancovaného fondu je cílem komoditního fondu dosahování kladného absolutního výnosu každý rok. Fond vydělává zejména při pohybu ceny ve směru dlouhodobějšího cenového trendu, bez ohledu zda je trend rostoucí či klesající. Tak jako předchozí fondy i fond Atlantik Advanced Commodity CZK Fund je určen pouze pro kvalifikované investory¹⁷. Základní údaje komoditního fondu jsou uvedeny v Tab 3.3.

Tab 3.3 Základní údaje Atlantik Advanced Commodity CZK Fund

Minimální vstupní investice	2 000 000 CZK (75 000 EUR)
Datum založení	22. listopad 2007
Měna fondu	CZK
Strategie fondu	Global Trend
Frekvence ocenění fondu	měsíční
Aktiva fondu	100,5 mil CZK
Domicil	Malta
Typ fondu	SICAV
ISIN	MT0000078585
Manažerské poplatky	Fixní poplatek 0,5 % p. a.
	Výkonnostní poplatek 30 % z navrácení překročení inflace v České republice
Vstupní/výstupní poplatky	viz Příloha 4
Doporučená doba investice	minimálně 3 roky
Míra rizika	vyšší
Manažer fondu	Atlantik Asset Management investiční společnost, a. s.
Custodian	HSBC Bank Malta plc.
Administrátor	HSBC Securities Services Malta

Zdroj: Atlantik (2010)

Strategie fondu

Strategie fondu je založena na kombinaci investic do různých světových komodit a je řízen dle principu „Absolute return“ (viz kapitola 3.1.1). Fond je zaměřen na komodity, avšak může nastat situace, kdy investiční příležitosti mohou na komoditních trzích chybět, a tím fond má pravomoc investovat i do dluhopisů a flexibilně vyčkat na vhodnou tržní situaci. Futures

¹⁷ Kvalifikovaný investor – movitý investor, který má zkušenosti s investováním na kapitálových trzích. Při investici do speciálních fondů je potřeba vyplnit formulář „Prohlášení kvalifikovaného investora“.

kontrakty jsou vázány na komoditní indexy, se kterými je převážně obchodováno na komoditních burzách v USA. Komoditní fond je využíván dlouhodobými investory, kteří chtějí participovat na rostoucí světové spotřebě. I investoři očekávající vyšší výnosy (nad 10 %) preferují Advanced Commodity CZK Fund, i když s rizikovějším profilem¹⁸.

Komoditní fond je řízen aktivní investiční strategií, která je založena na investování do dvou základních komponentů. *Fixní složka* je o investicích vhodných do širokého portfolia komodit a *dynamické složka* má za cíl využít investice u dlouhodobých investičních příležitostí v jednotlivých komoditách. Proporce pevné a dynamické složky jsou v souladu s měnící se situací na trzích. Roční výnos u fixní složky může dosahovat kolem 8,7 % ročně. Porovnání je uvedeno v Tab 3.4 spolu s rizikem maximálním měsíčním poklesem. Fond investuje výhradně prostřednictvím likvidních nástrojů, které jsou obchodovatelné na burzách po celém světě. Tato strategie však nezahrnuje fondy s fyzickou dodávkou nakupovaných komodit.

Tab 3.4 Srovnání strategie uplatňovaného komoditního fondu s indexem GS

	Advanced Commodity Fund	Index GS
Roční návratnost (p. a.)	8,7 %	2,7 %
Riziko (směrodatná odchylka)	12,5 %	22,0 %
Max. pokles měsíční	- 6 %	- 15,7 %

Zdroj: Atlantik AM

Atlantik Advanced Commodity je v souladu s maltským právem a podléhá regulaci ze strany finančního Malta Services Authority (MFSA). Fond není primárně nabízen široké veřejnosti a nespadá pod zpracování jednotné Evropské legislativy.

Výhody fondu

Fond složí jako doplněk pro tradiční investiční nástroje. Pokud je investiční horizont minimálně 3 roky, je očekáván atraktivní výnos a investor je ochoten akceptovat vyšší kolísání hodnoty. Proto může být fond označen za *alternativní investici*. Další předností fondu je fakt, že nákupem fondu investor přímo profituje na cenách komodit, nikoliv prostřednictvím nákupu komoditních akcií – *unikátnost investičního řešení*. Fond je také *pojistka proti inflaci*, neboť růst cen komodit zvyšuje cenovou hladinu, fond ale chrání investora proti tomuto nežádoucímu efektu. Díky unikátní strategii fond umožňuje dosažení *kladného výnosu* každý rok. Tak jako u předchozích fondů i investice fondu Atlantik Advanced Commodity CZK Fund jsou v české koruně a v cizích měnách jsou *zajištěny proti měnovým pohybům*. Daňovou výhodou fondu je to, že je založen na Maltě, tudíž jsou příjmy

¹⁸ www.atlantik.cz

osvobozeny od daně. Fond je řízen *prověřenou strategií*, která kombinuje kvantitativní model a rozhodnutí týmu zkušených portfolio manažerů. Oproti ostatním fondům má tento fond *přísnou regulaci*, která je prováděna ze strany zabudovaných vnitřních mechanismů řízení rizika. Regulační orgány jsou garancí transparentnosti všech postupů.

3.2 Společnost Credit Suisse, Inc.

Credit Suisse, Inc. se řadí ke světové společnosti, jenž poskytuje finanční služby, finanční poradenství pro klienty ve všech aspektech privátního bankovníctví, dále správu aktiv či investiční bankovníctví. Společnost působí na trhu od roku 1993 a její centrála je ve Švýcarsku. Základní údaje skupiny Credit Suisse, Inc. jsou uvedeny v Tab 3.5.

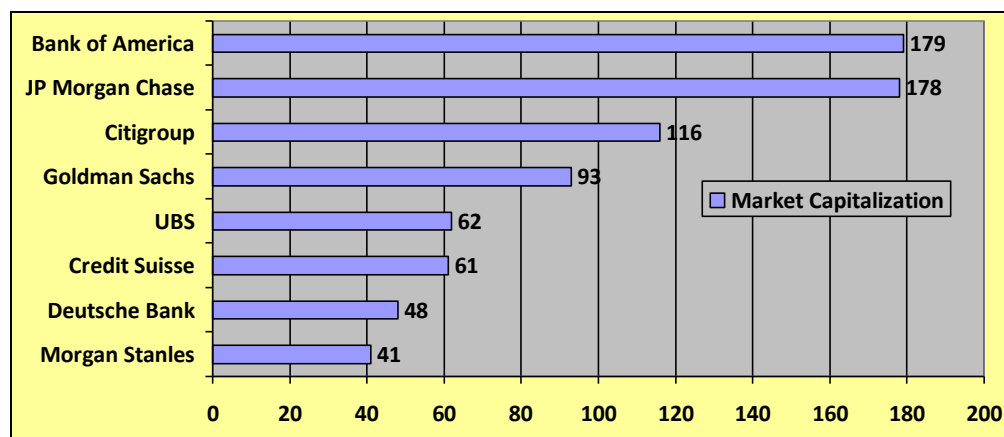
Tab 3.5 Základní údaje společnosti Credit Suisse

Finanční ukazatele	2009	2010
Čistý zisk /ztráta/ CHF mil. Kč	5,089	6,724
Základní zisk /ztráta/ na akcii	3,91	5,28
Návratnost VK	14,4 %	18,3 %
Tržní kapitalizace (mil. Kč)	44,68	60,69
Celková aktiva (CHF mil. Kč)	1 032 005	1 031 427
Celkový VK (CHF mil. Kč)	33,282	37,517

Zdroj: Credit Suisse (2011)

Ve srovnání s dalšími předními společnostmi, které jsou ve stejném finančním sektoru, je Credit Suisse na předních pozicích. V Grafu 3.2 jsou zobrazena srovnání společností dle tržní kapitalizace. Stav je dán k 31. březnu 2010.

Graf 3.2 Žebříček předních finančních organizací srovnaných dle tržní kapitalizace



Zdroj: Credit Suisse (2011)

Integrovaná strategie je zaměřena na komplexní potřeby klientů, kde společnost využívá zkušeností z oblasti investičního a privátního bankovníctví. Hlavní vizí je být vysoce

prosperující bankou a to díky radám, inovacím a výkonu, ve kterých Credit Suisse, Inc. vyniká. Společnost chce nastavit takové standardy v partnerství s klienty, které by integrovaly jejich způsob finančního řešení.

Cílem společnosti je zvyšovat podíly zisku na trhu, rozšířit geografickou stopu na kapitálových trzích a zvýšit spolupráci v oblasti integrovaného obchodu a marketingu. Bankovní sektor by měl nadále těžit z globalizace, individuální tvorby bohatství a mezinárodních kapitálových toků. Změna právních předpisů byla jedním z opatření, které by mělo zlepšit stabilitu na kapitálových trzích a ve finančních službách. Změny proběhly v důsledku hospodářské krize v roce 2008, kdy země G-20 se shodly na zavedení silné regulace a dohledu jiných politik pro zajištění finanční stability. V červenci 2009 vydal Basilejský výbor pro bankovní dohled (BCBS) opatření k posílení portfolia kapitálu a zvýšení BASEL II.

Společnost Credit Suisse, Inc. tedy působí ve třech globálních divizích (investiční a privátní bankovníctví a správa aktiv neboli Asset Management). Právě v divizi Asset Management je nabízena široká paleta investičních produktů a funkcí v rámci tříd aktiv, mezi něž patří i správa hedge fondů.

3.2.1 Credit Suisse Hedge fund

Credit Suisse, Inc. nabízí kompletní sortiment hedgeových fondů, které se liší složením produktů, strategiemi nebo geografickou oblastí. Díky odborným znalostem společnost disponuje s hedgeovými fondy v New Yorku, Tokiu, San Paulu, Ženevě, Paříži nebo Sydney a Singapuru. Credit Suisse nabízí spolupráci předním manažerům hedgeových fondů, kteří mají možnost analyzovat a identifikovat potenciální investiční příležitosti. Jako zaměstnanci společnosti jsou považováni významní investoři.

Cílem je na základě aktivní strategie sjednotit manažera s investorem a díky indexu hedgeového fondu nabídnout klientovi nákladově efektivní přístup. Hedgeové fondy jsou společností Credit Suisse, Inc. spravovány od roku 1994 a jsou klasifikovány do tří tříd:

- *Single Manager Strategies*,
- *Actively Managed Multi-Manager Platform*,
- *Hedge Funds Index Strategies*.

Single Manager Strategies

Credit Suisse, Inc. se chová jako investiční manažer, který je zodpovědný za strukturování portfolia, řízení rizik a nakládání s finančními prostředky. Klienti využívají různých inovativních řešení jednoho manažera hedgeového fondu, které jsou řízeny interně nebo externě.

Strategie se snaží vydělávat na krátkém a střednědobém horizontu globální nerovnováhy trhu. Užívá jak dlouhé, tak krátké pozice na světových trzích a zaměřuje se na:

- světové (global) akcie,
- světové (global) akcie s pevným výnosem,
- světové měny.

Potenciální investiční příležitosti jsou identifikovány pomocí kombinace ekonomických a finančních faktorů. Taktická globální alokace aktiv (GTAA) je světová investiční strategie, která se snaží vytvářet přebytek prostřednictvím kvantitativního a systematického investičního procesu, který umožňuje klientům získat taktickou expozici na kapitálových trzích. Dle geografického zaměření se manažeři zajímají o:

- rozvíjející se trhy,
- rozvinuté trhy,
- objemy investic.

Světová investiční strategie umožňuje přístup k investicím v souvislosti s pojistným rizikem a prostřednictvím nástrojů s pevným výnosem a deriváty. Pojistné riziko se vztahuje například na přírodní katastrofy, jakou jsou hurikány, bouře nebo zemětřesení, dále letectví, neúroda nebo energetická infrastruktura.

V kategorii Single Manager Strategies se hedgeové fondy zaměřují na dlouhodobé či krátkodobé kapitálové investice především v německy mluvících zemích (Rakousko, Německo, Švýcarsko). Cílem je zajistit absolutní pozitivní výkon. Strategie je uplatňována v malých a středně kapitálových společnostech, kde riziko je snižováno pomocí hedgingové strategie.

Actively Managed Multi-Manager Platform

Jedná se o inovativní a nákladově efektivní řešení prostřednictvím mnoha manažerů hedgeových fondů. Strategie je založena na spolupráci více jak 90 manažerů, kdy skupina poskytuje investorovi (klientovi) více možných řešení. Klientovi Multi-Strategies je nabízeno několik možných hedge strategií, pomocí kterých lze investovat do fondu. Multi-Strategy je směřována na rozvíjející se trhy, akcie Long/Short, Equities Market Neutral. Obchoduje se například s komoditami nebo řízeným futures.

Cílem je dosáhnout pozitivního výnosu, relativně nízké volatility a nízké korelace vlastního kapitálu. Strategie je diversifikovaná, investice jsou prakticky ve všech strategiích hedge fondů.

Credit Suisse Prime Select Trust (Lux) SIVAC nabízí investorům přístup k fondům řazených do skupiny hedge fondů, které jsou charakteristické vysokou likviditou a podmínkou

nízké minimální investice. Všechny Credit Suisse Prime Select Trust (Lux) jsou registrovány a schváleny pro veřejnou distribuci v Lucembursku a Švýcarsku.

Poradenské služby nabízí diskrétní řešení pro institucionální a majetné klienty, kteří jsou aktivně zapojeni do hedgeové investice. Služby se skládají z pěti hlavních oblastí. Klient si může zvolit jednu z nich, kombinace služeb nebo všech pět najednou. Jedná se o služby typu:

- výzkum a výkaznictví,
- řízení rizik,
- finanční poradenství,
- stavební portfolio,
- transakční služby.

Stavba portfolia je dána z úzké spolupráce klienta a manažera, kdy je stanoveno konkrétní riziko, výnos a konkrétní finanční omezení. Řízení portfolia je korigováno profesionály ze společnosti Credit Suisse, Inc., kteří mají zkušenosti se světovou infrastrukturou, financováním výzkumu a výstavbou portfolia.

Hedge Funds Index Strategies

Strategie poskytuje systematickému trhu expozici hedge fondů, kdy prostřednictvím portfolia a stanoveného indexu je nalezeno řešení. Index portfolia poskytuje výkon a výhody diversifikace pomocí *Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes*, dříve známý pod názvem Credit Suisse Tremont Hedge Fund Indexes. Druhým indikátorem je *Liquid Alternative Beta*, který na základě kvantitativního modelu generuje hedge fondy a přiřazuje investici do likvidních cenných papírů.

Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes nabízí aktivně vyvážená měřítka výkonnosti hedge fondů, a to na základě stanoveného kritéria výběru a transparentní metodiky. Indexy aktivně vážených hedgeových fondů jsou diversifikovány do deseti sektorů (strategií):

- *Convertible Arbitrage*,
- *Dedicated short bias*,
- *Equity Market Neutral*,
- *Event Driven*,
- *Emerging Markets*,
- *Fixed Income Arbitrage*,
- *Global Macro*,
- *Managed Futures*,
- *Long/Short Equity*,
- *Multi-Strategy*.

Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes slouží jako instrument k zjišťování aktivně vážených kritérií, což přináší rozsáhlé znalosti o celkovém průmyslu a chování jednotlivých strategií hedgeových fondů.

Společnost Credit Suisse vyvinula několik inovativních řešení, včetně portfolií, které jsou pomocí indexů sledovány. Jedná se o:

- *Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index („Board Index“)*, což je jedna z podkategorií hedgeových fondů společnosti Credit Suisse, Inc., která patří k vysoce uznávaným měřítkům,
- *AllHedge Index* je globální strategie diversifikovaného Multi-investičního indexu, který využívá přes 100 hedgeových fondů,
- *AllHedge Strategy Index* je podkategorií specifického odvětví s 10 až 25 vybranými hedgeovými fondy pro daný sektor.

Liquid Alternativ Beta (LAB) je série indexů, která má za cíl kopírovat celkové návratnosti alternativních investic pomocí obchodovatelných nástrojů. LAB je strategie podporována komplexními kvantitativními procesy, které mají navrátit vlastnosti alternativním indexům a poskytnout manažerovi informace o vlastnostech rizika. Strategie umožňuje systematicky provádět obchody, které obvykle preferují alternativní investiční manažeři.

LAB je podporován týmem specialistů, analytiků se zkušenostmi ekonomie, informatiky, financí, který se snaží provádět rozsáhlé kvantitativní výzkumy, pomocí nichž je vytvořen alternativní investiční prostor pro investování do hedgeových fondů. Díky užití zmíněných nástrojů a ukazatelů vytvořil LAB indexy, které jsou likvidnější a průhlednější, než co je obvykle spojováno s alternativními investicemi. Jedná se například o:

- *Liquid Alternative Beta Index*,
- *Event Driven Liquid Index*,
- *Global Macro Liquid Index*,
- *Long/Short Liquid Index*,
- *Arbitrage Liquid Index*.

4. Srovnání a zhodnocení vybraných hedgeových fondů

Cílem diplomové práce je analýza výše uvedených vybraných hedgeových fondů. Pro jednotlivé fondy jsou vypočteny poměrové ukazatele (viz kapitola 2.3), které jsou následně srovnány mezi sebou a je zhodnocena jejich pozice na kapitálových trzích. U hedgeových fondů jsou respektovány příslušné strategie a k hlavním vstupním parametrům patří výnosnost a výkonnost fondů, volatilita fondů a benchmark, popřípadě bezriziková sazba. Jelikož se jedná o fondy poměrně mladé, budou srovnávány na bázi tříleté periody.

4.1 Analýza Atlantik Advanced Balanced CZK Fund

Prvním parametrem jsou *měsíční výnosy* (v procentuálním vyjádření). Výnosy jsou uvedeny v Tab 4.1, a to za období 2008 až 2010. První čtvrtletí roku 2011 a rok 2007 není brán, neboť v letošním roce je znám pouze lednový výnos a pro rok 2007, ve kterém byl fond založen, je znám pouze výnos z měsíce prosince.

Tab 4.1 Měsíční výnosy fondu Atlantik Advanced Balanced CZK Fund v %

YY/MM	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2008	-0,12	1,03	-1,6	-1,26	1,58	4,3	-3,6	-2,3	3,3	7,24	1,4	-1,49
2009	-4,33	-3,3	-2,53	-6,02	-1,9	-0,5	-1,64	-0,71	1,12	1,21	0,6	0,62
2010	-2,75	-0,31	2,32	-0,5	-3,91	-0,33	0,10	3,02	0,08	-0,75	-2,09	3,65

Zdroj: Atlantik (2010)

Fond aplikoval v daném období tzv. trendovou neboli momentum strategii¹⁹ a investice zaujímaly Long i Short pozice. Atlantik Advanced Balanced byl ziskový v roce 2008, avšak hned následujícího roku byly kvůli obrátům dlouhodobých trendů u většiny tříd aktiv výsledky fondu jedny z nejhorších za 15 let a zlepšení nenastalo ani v roce 2010.

Na základě zjištěných měsíčních výnosů jsou v Tab 4.2 uvedeny souhrnné výsledky výnosů za jednotlivé roky a jsou porovnány s indexem Morningstar Multi-Strategy HF USD.

Tab 4.2 Celkový výnos balancovaného fondu v porovnání s indexem trhu za rok 2008-2010

Rok	2008	2009	2010	31. 1. 2011
Total Return (%)	8,48	-17,38	-1,75	-0,41
+/- Index (%)	25,33	-34,90	-11,27	

Zdroj: Morningstar (2011)

¹⁹ Momentum strategie – systém nákupu akcií nebo jiných CP, u kterých jsou vysoké výnosy během posledních tří let a prodeje CP, u kterých je naopak za stejné období zaznamenáno slabých výnosů

Jedním z problémů, které fond řeší, je nepřesné zařazení v rámci HF kategorie, kterou uvádí právě společnost Morningstar²⁰. Fond by měl být zařazen například v kategorii CTA (Commodity Trading Advisers), neboť HF kategorie, která zvolila pro analýzu balancovaného fondu MultiStrategy, je velice široká a je zastoupena tzv. Long Bias, neboli převažují dlouhé pozice na akcie, kterých bývá v portfoliu zhruba 20 - 30. Ztráty jsou tedy způsobeny zejména realizací stop loss objednávek (viz kapitola 3.1.1) na příslušné Futures kontrakty. Kategorie CTA bere v potaz i krátké pozice, kde právě Futures kontrakty jsou vhodné na neutralizaci portfolia. CTA je organizace, která registruje společnosti nebo i jednotlivce a za náhradu škody nebo zisku jim radí ve finanční a investiční oblasti, zda je například vhodné nakoupit či prodat registrované opce, futures kontrakty aj. Poradenství zahrnuje pravomoc v obchodování na účet zákazníka.

V Příloze 5 je uveden graf, který zachycuje vývoj růstu fondu o 1,000 CZK a to v porovnání s růstem přiřazeného indexu HF USD společností Morningstar. Vývoj fondu se opírá o investiční strategii Multi-Strategy, která má záznam o růstu v minulosti, a hlavním potenciálem je zvyšování kapitálové hodnoty. Jelikož Atlantik Advanced Balanced v dalších letech očekává růst zisku i příjmů, je jeho potenciál založen na růstu cen aktiv. Pokud k očekávání nedojde, dramaticky se ceny aktiv sníží. Růst investice je však považován za rizikovější než hodnota investice a manažeři balancovaného fondu čelí riziku, které může vzniknout právě v důsledku propadu cen akcií. Jedním z určujících faktorů pro vývoj balancovaného fondu je zklidnění situace kolem dluhové krize v Evropě.

Grafické vyjádření vypovídá o tom, že Atlantik Advanced Balanced CZK Fund utrpěl ztráty způsobené realizací stop loss objednávek (viz kapitola 3.1.1) na příslušné futures kontrakty. Investiční výbor snížil dlouhé pozice a limitoval ztrátu na minimum. Osa X charakterizuje časovou řadu od založení balancovaného fondu (rok 2007), osa Y vyjadřuje hodnotu indexu kategorie HF.

Balancovaný fond také utrpěl ztrátu 1,0 % na akciové pozici a portfolio akciového fondu nestíhalo růst bank, které jsou zastoupeny v indexu EuroStoxx. Právě tímto indexem by mohla být akciová pozice neutralizována. Největší pozici fondu tvořily reality, kde je trend nejsilnější. V sektoru komodit realizoval fond zisk a sektor dluhopisů se držel na neutrální pozici na základě vyvažování krátké pozice německých státních dluhopisů a dlouhé pozice amerických státních dluhopisů, čímž byl realizován zisk ve výši 0,5 %.

²⁰ Morningstar Inc. – poskytovatel nezávislého investičního výzkumu v Severní Americe, Evropě, Austrálii a Asii.

Growth of 1000 (CZK) představuje vývoj investovaných 1000 CZK. Pomocí tzv. indexace²¹ jsou přepočteny hodnoty indexů a NAV²² fondu na stejnou počáteční hodnotu.

Druhou kvantitativní metodou je hodnocení *výkonnosti*. Vyjadřuje zhodnocení majetku, případně růstem hodnoty kurzu (v %) fondu Atlantik Advanced Balanced CZK Fund za určité časové období. V Tab 4.3 jsou uvedeny údaje k 31. 1. 2011 a jsou v procentech. Hodnota 3 měsíce a 6 měsíce představují historické výnosy fondu za toto období.

Tab 4.3 Výkonnost fondu Atlantik Advanced Balanced CZK Fund

	1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok	Od začátku roku	Od založení
	-0,41	1,07	3,42	0,61	-0,41	- 13,24

Zdroj: Atlantik (2010)

Balancovaný fond působí na trhu tři roky, proto byl investiční horizont pro analyzování výkonnosti zvolen na bázi tří let. Nejjednodušším ukazatelem je průměrná roční výkonnost za poslední tři roky. Průměrná roční výkonnost fondu Atlantik Advanced Balanced dosahuje hodnoty -4,24 % (www.morningstar.cz). Přehled výkonnosti je uveden v Tab 4.4.

Tab 4.4 Přehled výkonnosti balancovaného fondu v daných intervalech

Trailing Returns²³	Total Returns
1 month	- 0,41
3 months	1,07
6 months	3,42
YTD	- 0,41
1 Year	0,61
3 Years Annualised	- 4,24
5 Years Annualised	-
10 Years Annualised	-

Zdroj: Morningstar (2011)

V Grafu 4.1 je zobrazen vývoj hodnoty kurzu balancovaného fondu od jeho založení. V roce 2007 se hodnota kurzu fondu pohybovala v průměru 97,92 CZK. V roce 2008 se kurz vyšplhal až na 108,90 CZK. Od roku 2009 byl zaznamenán postupný pokles a k 31. 1. 2011

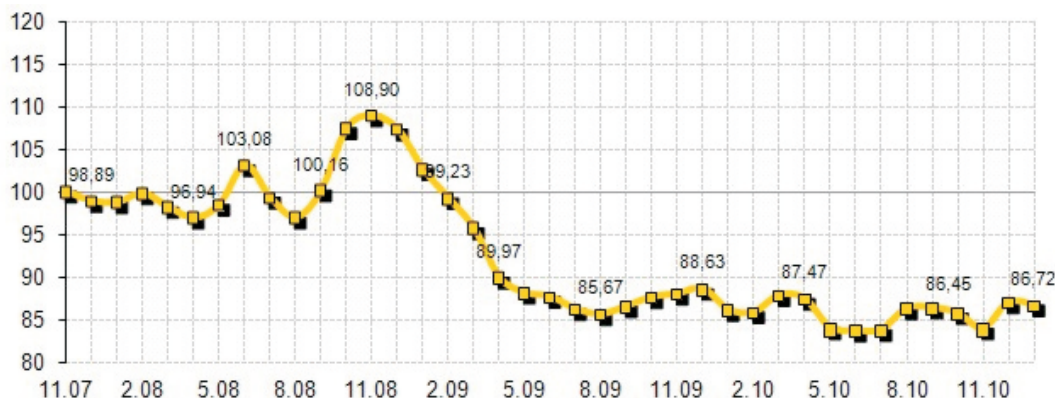
²¹ Indexace – vyjádření číselného poměru, ukazatel vztahů mezi různými hodnotami téže veličiny

²² NAV – net asset value, hodnota kurzu k určitému datu

²³ Trailing Returns – ukazatele výkonnosti, kde klouzavé období je dáno jako denní, týdenní, měsíční nebo roční.

se hodnota kurzu dostala na úroveň 86,72 CZK. Měsíční hodnoty kurzu od založení fondu Advanced Balanced, které společnost Atlantik poskytla, jsou uvedeny v Příloze 6.

Graf 4.1 Vývoj hodnoty kurzu balancovaného fondu od jeho založení



Zdroj: Atlantik (2010)

Vývoj hodnoty kurzu balancovaného fondu byl od jeho založení pozitivní, měl rostoucí průběh, což potvrdil i fakt, že fond byl v roce 2008 ziskový. Zvrat nastal díky zmíněnému obratu dlouhodobého trendu u téměř většiny tříd aktiv, čímž došlo k poklesu hodnoty kurzu na konci roku 2008. V roce 2009 a 2010 se situace nezměnila, hodnota kurzu fondu měla stále klesající trend, což potvrdilo očekávání manažerů, že tento typ fondu není v tomto finančním období úspěšný.

Analýzou volatility jde zjistit, jak se bude další zhodnocení balancovaného fondu s určitou mírou pravděpodobnosti vyvíjet. Rizikovost fondu je definovaná jako anualizovaná volatilita²⁴ hodnoty kurzu. Volatilita je nejlépe spočítána jako směrodatná odchylka z měsíčních výnosů na periodě posledních tří let. Odchylka informuje o tom, jak se kurz fondu v čase pohybuje. Čím nižší je volatilita fondu, tím je tržní hodnota jeho majetku stálejší.

Volatilita Atlantik Advanced Balanced byla prezentována společností Morningstar jako 3-Yr Std Dev ve výši 9,40 % (na periodě posledních tří let). Pro kontrolu byla spočtena směrodatná odchylka dle zadaných měsíčních výnosů (viz Tab 4.1) v programu Excel (funkce SMODCH) jako odchylka 36 měření od jejich průměru. Zjištěná hodnota byla 9,089 %. Jedná se o nepatrný rozdíl, který zřejmě vznikl v důsledku zaokrouhlování. Pro výpočet ukazatelů byla použita nově vypočtená procentuální hodnota (viz Tab 4.5).

²⁴ Anualizovaná volatilita – statistické číslo, které se používá k měření rizika fondu. Větší volatilita znamená větší nejistotu výnosnosti fondu a tím i větší rizikovost fondu.

Tabulka 4.5 Měřená volatilita, výkonnost a odchylka poklesu balancovaného fondu

3-Yr Std Dev	9,089 %
3-Yr Mean Return²⁵	- 3,90 %
Odchylka poklesu	5,50 %

Zdroj: Morningstar (2011)

Z newsletterů společnosti Atlantik byla zjištěna i roční výnosnost balancovaného fondu za období tří let. Hodnota ve výši – 3,90 % nasvědčuje o neúspěšném období fondu, kdy výnosy za rok 2009 a 2010 nebyly optimální a od založení fondu je jen rok 2008 ziskový.

Odchylka poklesu je počítána stejně jako při klasickém výpočtu směrodatné odchylky, jen jsou brány v úvahu pouze negativní výnosy. Výhoda odchylky poklesu je, že při srovnání nepenalizuje manažera investice nebo fondu za výkyvy v hodnotě investice směrem nahoru.

Benchmark bývá uváděn u fondu při posuzování absolutní výkonnosti a volatility. Výkonnost balancovaného fondu je hlavně závislá na tom, jak vydělává trh, na kterém může investovat. Manažeri fondu si mohou zvolit benchmark dvojího typu:

- indexy – kdy balancovaný fond investuje do zahraničních akcií a je porovnáván s příslušným zahraničním indexem,
- kompozitní index – pro globálně investující smíšené fondy musí být vytvořen index, který je sám namíchan z indexů.

V údajích společnosti Morningstar o fondu Atlantik Advanced Balanced byl jeho benchmark vykazován jako nulový. U poměrových ukazatelů společnosti Atlantik benchmark není, ale bere se v úvahu bezriziková sazba, která u fondu Atlantik Advanced Balanced bývá určena jako 3měsíční PRIBOR (příp. výnos 10letých státních dluhopisů), jehož průměrná hodnota za uvedené 3 roky je 2,5 %.

V Tab 4.6 je také uveden koeficient beta, který je vstupním parametrem pro Jensenovu alfu. Koeficient beta udává, o kolik procent se změní cena aktiva, pokud se změní cena příslušného indexu (či benchmarku) o 1 %. Čím vyšší beta, tím více je aktivum volatilnější a tím vyšší riziko fond podstupuje. Hodnota beta koeficientu je získána ze statistiky společnosti Morningstar.

²⁵ 3-Yr Mean Returns – roční výkonnost jednotlivých fondů v průběhu 3 let

Tab 4.6 Údaje balancovaného fondu vstupující do výpočtu

Benchmark	0
Bezriziková sazba (3měsíční PRIBOR)	2,5 %
3-Yr Beta²⁶	0,66

Zdroj: Morningstar (2011)

V Tab 4.7 je zachycen celkový přehled vypočtených ukazatelů, dle vzorců uvedených v kapitole 2.3. Výkonnost a volatilita jsou brány z Tab 4.5, beta je zjištěna z Tab 4.6.

U Jensenovy alfy je vzorec rozšířen o vstupní údaj výkonnosti celého trhu (očekávaný výnos trhu), kde výkonnostní hodnota představuje index trhu, kterou prezentuje společnost Morningstar ve svém prospektu. Zjištěný index trhu je ve výši – 11,3 %.

Tab 4. 7Souhrnné výsledky balancovaného fondu

	Výkonnost (p.a.)	Volatilita (p.a.)	Beta	Bezriziková sazba (p.a.)	Výkonnost indexu	Výsledek
Sharpe Ratio	-3,90 %	9,089 %		2,5 %		-0,70
SortinRatio	-3,90 %	5,50 %	0,66	2,5 %		-1,16
Jersenova alfa	-3,90 %	9,089 %	0,66	2,5 %	- 11,3 %	2,71

Sharpe Ratio je bez-jednotková veličina a lze ji srovnávat, pokud jsou k dispozici minimálně dvě čísla. Přesto platí, čím vyšší je hodnota, tím vyšší výnos na jednotku celkového rizika investor dostane. Sharpe Ratio balancovaného fondu je -0,70. Důsledkem záporného výsledku je negativní vývoj balancovaného fondu na světovém trhu v letech 2009 a 2010. Nepokoje v arabských zemích, které na trhy mají negativní vliv, zvedají ceny komodit kvůli politické rizikové přírážce. Fond Atlantik Advanced Balanced lze zhodnotit až po zjištění zbývajících ukazatelů dalších fondů.

Jersenova alfa vykazuje kladnou hodnotu (2,71), tudíž lze považovat provádění aktivní správy za úspěšné. Trendový model balancovaného fondu aplikuje dlouhou pozici v realitách a od jara 2010 i v akcích. Negativní trend je však formován u dluhopisů.

Volatilita poklesu Sortin Ratio je vypočtena jako anualizovaná směrodatná odchylka pouze z negativních měsíčních výnosů a výsledná hodnota je -1,16. Je-li hodnota ukazatele Sortin Ratio vysoká, lze hovořit o tom, že fond se vyvaruje velkým ztrátám. Z výpočtu to zatím nelze posoudit, je třeba mít k dispozici další srovnávací hodnoty.

²⁶ Beta - koeficient citlivosti na pohyb trhu

Balancovaný fond čeká na korekci trhů, která se protahuje. S tímto očekáváním roste pravděpodobnost negativní reakce, pokud se data nenaplní. Dojde-li k naplnění korekce, balancovaný fond získá příležitost navýšit pozice v rizikových aktivech.

4.2 Analýza Atlantik Advanced Commodity CZK Fund

V roce 2008 dosáhla hodnota aktiv komoditního fondu částky 249 mil. CZK, čímž byl zařazen do třídy malých hedgeových fondů. Na základě výchozích parametrů a dle stejného způsobu výpočtu jsou u Atlantik Advanced Commodity CZK Fund zjištěny poměrové ukazatele. Měsíční výnosy za období 2008 až 2010 jsou uvedeny v Tab 4.8. Pro neúplnost dat je rok 2007 a 2011 vynechán.

Tab 4.8 Měsíční výnosy fondu Advanced Commodity v %

YY/MM	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2008	0,16	4,38	0,68	-2,96	0,74	4,36	-3,84	-1,10	1,35	0,26	0,37	-0,29
2009	-2,59	2,17	-4,27	0,41	-0,23	-1,85	-1,12	-0,46	-0,37	1,34	-1,05	0,21
2010	-0,37	-2,20	0,00	0,86	-1,11	-1,36	0,86	0,29	0,77	0,76	-0,46	3,52

Zdroj: Atlantik (2010)

Dle měsíčních výnosů jsou zjištěny celkové výnosy, které jsou opět porovnány s indexem HF USD na základě Morningstar Global Strategy. Údaje jsou uvedeny v Tab 4.9.

Tab 4.9 Celkový výnos komoditního fondu v porovnání s indexem za rok 2008-2010

Rok	2008	2009	2010	31. 1. 2011
Total Return (%)	3,86	-7,70	1,46	0,32
+/- Index (%)	-12,81	-2,09	-12,32	

Zdroj: Morningstar (2011)

U fondu byla také aplikována trendová (momentum) strategie, přičemž investice mohly být na krátké i dlouhé straně. Původně byla strategie zaměřena na vyšší výnos s vyšším rizikem, proto u komoditního fondu došlo k určitým změnám. Začaly být preferovány dlouhé strategické a taktické pozice, složka short byla uzavřena. Fond je opět dle společnosti Morningstar zařazen do špatné kategorie HF. Proto je srovnání stejné jako u balancovaného fondu zavádějící. Společnost Morningstar by mohla kategorii HF zaměnit za Lyxor CTA Index.

Lyxor Global Hedge Fund Index je investovatelný index založený na předpokladech hedge fondů, měřící výkonnosti hedge fondů celého kapitálového trhu. Aby byla zajištěna likvidita, úroveň indexu je diversifikovaná na základě hedge strategií. Index je stavěn na měsíční bázi v souladu s investičními pokyny, které odrážejí vývoj aktiv ve správě a omezení likvidity.

Indexace proběhla také u komoditního fondu. V Příloze 7 je zachycen grafický vývoj investice ve výši 1,000 CZK a to v porovnání právě růstu samotného fondu a růstu přiřazeného indexu HF USD. Atlantik Advanced Commodity aplikuje investiční strategie Global Trend (viz kapitola 2.4.3). Growth of 1000 (CZK) představuje vývoj investovaných 1000 CZK a jsou přepočteny hodnoty indexů a NAV fondu na stejnou počáteční hodnotu. Osa X charakterizuje časovou řadu od založení balancovaného fondu (rok 2007), osa Y vyjadřuje hodnotu indexu kategorie HF.

Strategie umožňuje odhadnout budoucí vývoj trhu komodit a spekuluje na očekávaný vývoj. Vývoj je založen na sledování globálních makroekonomických událostí, které by mohly v budoucnu nastat, a díky čemu se mohou vyvíjet ceny aktiv. Grafické znázornění je vytvořeno pomocí technické analýzy a údajů o chování všech účastníků na trhu.

Ke konci roku 2010 byl zaznamenán rostoucí trend u většiny komodit s výjimkou vzácných kovů. Nejvyšší nárůst byl u zemědělských plodin (+ 6 %) a ropy (+ 6,8 %). U komoditního fondu se nejvíce daří komoditám, které se vyznačují nízkými zásobami, rostoucí poptávkou a silným trendem.

Ojedinelá situace je spreadu Brent-WTI. Brent je referenční cena, za kterou se obchoduje na Blízkém východě a v jeho regionech. WTI je kontrakt smluvený na dovoz ropy do USA. Jakýkoliv konflikt na Blízkém východě postihuje více Brent ceny než WTI. Právě současný stav na středním východě hodnoty spreadu mezi Brent a WTI pozměnil. Historického maxima dosáhly rozdíl ceny severomořské ropy Brent a americké WTI, kdy byla překonána hladina 19 \$ za barel. Cena ropy Brent posílila na základě negativních zpráv ze středního východu. Kromě situace v Egyptě pokračují prodemokratické protesty i v dalších zemích (Lybie, Jemen, Bahrajn). Tyto státy představují klíčové producenty ropy. Následná kritika Izraele měla za následek prudký nárůst ceny ropného benchmarku Brent. Americká ropa WTI posilovala po zveřejnění vyšší poptávky ropy v USA na hladinu 84,99 \$ za barel.

Historické hodnoty výnosu za toto období a samotná hodnota kurzu fondu k 31. 1. 2011 je uvedena v Tab 4.10, která dává přehled o *výkonnosti* Atlantik Advanced Commodity Hedge Fund. Investiční obchody plynoucí do portfolia se pohybují na úrovni 55 % až 60 %. V současnosti Atlantik Advanced Commodity CZK Fund investuje do termínovaných kontraktů (S&P GSCI index s převahou energetických komodit). Otevřené byly také pozice na měď a kukuřici, kde byl zaznamenán rostoucí trend. Otevřením pozice kukuřice byl realizován malý zisk. V lednu byl navýšen podíl ve zlatě na 15 % portfolia. Volné prostředky jsou zhodnocovány prostřednictvím repo operací a korunových státních dluhopisů.

Tab 4.10 Výkonnost fondu Atlantik Advanced Commodity CZK Fund

1 měsíc	3 měsíce	6 měsíců	1 rok	Od začátku roku	Od založení
0,32 %	3,38 %	5,28 %	2,16 %	0,32 %	- 3,23 %

Zdroj: Atlantik (2010)

Průměrná roční výkonnost fondu Atlantik Advanced Commodity je ve výši -0,87 (www.morningstar.cz), kde investiční horizont pro analyzování výkonnosti byl zvolen na bázi tří let. Přehled je uvedena v Tab 4.11.

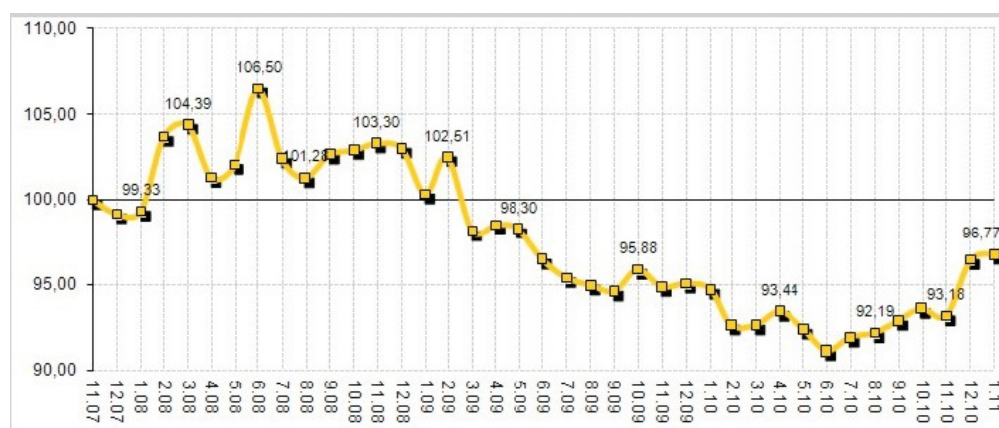
Tab 4.11 Přehled výkonnosti komoditního fondu v daných intervalech

Trailing Returns	Total Returns
1 month	0,32
3 months	3,38
6 months	5,28
YTD	0,32
1 Year	2,16
3 Years Annualised	- 0,87
5 Years Annualised	-
10 Years Annualised	-

Zdroj: Morningstar (2011)

V Grafu 4.2 je zobrazen vývoj hodnoty kurzu od založení fondu. V roce 2007 se hodnota kurzu pohybovala v průměru 98,65 CZK. V polovině roku 2008 se hodnota vyšplhala až na 106,50 CZK. Koncem roku 2008 klesla hodnota na 103,30 CZK. Od roku 2009 byl zaznamenán klesající trend, k růstu došlo až koncem roku 2010 a to na hodnotu 93,18 CZK. K poslednímu dni v lednu 2011 se hodnota dostala na úroveň 96,77 CZK. Kurz fondu posílil o 0,32 %. Měsíční hodnoty kurzu od založení fondu Advanced Commodity, které společnost Atlantik poskytla, jsou uvedeny v Příloze 8. I komanditní fond v roce 2009 a 2010 nevykazoval zisk, což je patrné právě z vývoje hodnoty kurzu fondu.

Graf 4.2 Vývoj hodnoty kurzu komoditního fondu od jeho založení



Zdroj: Atlantik (2010)

Analýzou volatility se zjišťuje, jak se bude další zhodnocení komoditního fondu s určitou mírou pravděpodobnosti vyvíjet. Volatilita je opět spočítána jako směrodatná odchylka z měsíčních výnosů na periodě posledních tří let.

Volatilita Atlantik Advanced Commodity byla prezentována společností Morningstar jako 3-Yr Std Dev ve výši 6,61 %. Volatilita hodnoty kurzů je opět počítána na periodě tří let. Stejně jako u balancovaného fondu, tak i rizikovost komoditního fondu je uvedena v Tab 4.12. Ve srovnání směrodatné odchylky vypočtené v programu Excel došlo ke snížení odchylky o 0,10 %, tedy na 6,51 % (zřejmě v důsledku zaokrouhlování). Nově zjištěná volatilita je použita pro výpočty.

Tabulka 4.12 Měřená volatilita, výkonnost a odchylka poklesu komoditního fondu

3-Yr Std Dev	6,51 %
3-Yr Mean Return	- 0,66 %
Odchylka poklesu	4, 748 %

Zdroj: Morningstar (2011)

Jako bezriziková sazba u fondu Atlantik Advanced Commodity je pro Sharpe Ratio a Sortin Ratio uplatněn 3měsíční PRIBOR za poslední 3 roky ve výši 2,5 %. Roční výnosnost komoditního fondu za období tří let je ve výši – 3,90 %, což nasvědčuje o neúspěšném období fondu, kdy výnosy za rok 2009 a 2010 nebyly optimální.

Odchylka poklesu je počítána stejně jako při klasickém výpočtu směrodatné odchylky, jen jsou brány v úvahu pouze negativní výnosy.

Společnosti Morningstar uvádí nulový benchmark a v Tab 4.13 je spolu s ním a bezrizikovou sazbou uveden koeficient beta, který také slouží pro výpočty.

Tab 4.13 Údaje komoditního fondu vstupující do výpočtu

Benchmark	0
Bezriziková sazba	2,5 %
3-Yr Beta	1,16
3-Yr Alpha	-8,06

Zdroj: Morningstar (2011)

V Tab 4.14 je zachycen celkový přehled vypočtených poměrových ukazatelů (viz kapitola 2.3). Výkonnost a volatilita jsou brány z Tab 4.13, beta je zjištěna z Tab 4.14. Tyto údaje jsou stejné pro všechny Ratio. Bezriziková sazba je ve výši 2,5 % a kvůli Jensenově alře je vzorec rozšířen o výkonnost celého trhu (očekávaný výnos trhu), kde hodnota zjištěného indexu trhu je ve výši -12,32 %, což je index trhu, kterou prezentuje společnost Morningstar ve svých prospektech. Volatilita poklesu je vypočtena jako anulovaná směrodatná odchylka pouze z negativních měsíčních výnosů.

Tab 4. 14Souhrnné výsledky komoditního fondu

	Výkonnost (p.a.)	Volatilita (p.a.)	Beta	Bezriziková sazba (p.a.)	Výkonnost indexu	Výsledek
Sharpe Ratio	-0,66%	6,51 %		2,5 %		-0,48
SortinRatio	-0,66%	4,478 %		2,5 %		-0,70
Jersenova alfa	-0,66%	6,51 %	1,16	2,5 %	- 12,32 %	10,02

Jak již bylo zmíněno u Sharpe Ratio lze srovnávat dvě čísla. Hodnota ukazatele komoditního fondu je vyšší (-0,48) než Sharpe Ratio balancovaného fondu (-0,70). Vyššího výnosu na jednotku celkového rizika dostane investor u Atlantik Advanced Commodity, pro investory je vhodnější zvolit komoditní fond. Tyto fondy nelze srovnávat v důsledku rozdílnosti charakteristických znaků hedgeových fondů.

Stejně jako Jersenova alfa balancovaného fondu (2,71) vykazuje kladnou hodnotu (10,02) i Jersenova alfa komanditního fondu, investor Atlantik Advanced Commodity provádí aktivní správu fondu úspěšně.

Je větší pravděpodobnost, že Atlantik Advanced Commodity se více dokáže vyvarovat velkým ztrátám než Atlantik Advanced Balanced. Poukazuje na to hodnota Sortin Ratio (-0,70), která je vyšší než u balancovaného fondu (-1,16).

Pro komoditní trh a samotný komoditní fond je výhled do budoucna slibný, avšak je třeba počítat s technickou korekcí. Hlavní strategií komoditního fondu je nakupovat při poklesu

ceny zejména komodit mědi, kukuřice a také pšenice. Nynější optimismus na trzích je negativní pro zlato, kdy korekce rizikových aktiv by pozitivně podpořila právě zlato, a právě i vzácné kovy, u kterých zůstává výhled do budoucna nejistý.

4.3 Analýza Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes

Společnost Credit Suisse, Inc. začala uplatňovat indexy Dow Jones, které slouží k výpočtům indexů pro hedge fondy a ke srovnání s ostatními indexy. Skupina dříve vystupovala pod názvem Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index, v současné době je však známá jako Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index. Metodika jednotlivých indexů je konzistentní a nejsou zaznamenány žádné změny týkající se indexů a indexových pravidel.

Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index je sestaven ze dvou základních skupin:

- Credit Suisse Hedge Fund Index LLC,
- CME Group Index Services LLC.

Jedná se o aktivum váženého indexu hedgeových fondů a obsahuje prostředky, které působí protichůdně jako oddělené účty. Index užívá Credit Suisse Hedge Fund Database, která spravuje asi 8 000 hedgeových fondů, které disponují minimálně s 50 mil. USD, mají auditovanou účetní závěrku a musí mít minimálně 12- ti měsíční záznam. Index je počítán na měsíční bázi.

Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index je analyzován za časovou řadu 2007 až 2010 a statistická data jsou získána z prospektů a výročních zpráv společnosti Credit Suisse.

4.3.1 Analýza Dow Jones Hedge Fund za rok 2007

Odvětví hedgeových fondů společnosti Credit Suisse v roce 2007 reprezentoval fond pod bývalým názvem Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index s Broad Indexem²⁷, pomocí něhož hedgeový fond docílil na konci roku pozitivních výsledků. To předčilo očekávání u srovnávaných akciových indexů. Hodnoty výnosů srovnávaných indexů s měsíční standardní odchylkou jsou uvedeny v Tab 4.15 (data jsou brána za období leden 2007 až listopad 2007). Sledovaný Broad Index se vyznačil nízkou těkavostí, která byla měřena podle měsíční směrodatné odchylky.

²⁷ Broad Index – Diversifikovaný vážený index hedge fondů, který je počítán na měsíční bázi.

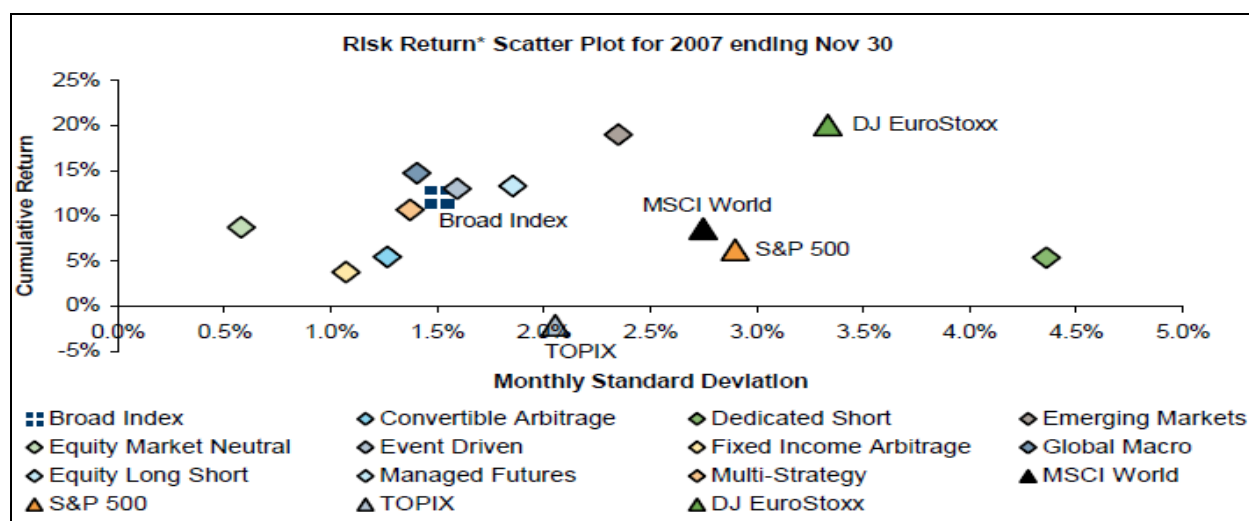
Tab 4.15 Srovnání indexů s měsíční standardní volatilitou za rok 2007

	Broad Index	MSCI World ²⁸	S&P 500 ²⁹	TOPIX ³⁰	DJ EuroStoxx
Výnos indexu	12,1 %	8,6 %	6,2 %	- 2,1 %	20,1 %
Měsíční standardní odchylka	1,5 %	2,7 %	2,9 %	2,1 %	3,3 %

Zdroj: HedgeIndex (2011)

Broad Index dosáhl hodnoty 12,1 % při standardní volatilitě 1,5 %, čím dosáhl mnohem lepších výsledků než akciové indexy trhu. Indexy MSCI World, S&P 500 a DJ EuroStoxx vzrostly na 8,6 %, 6,2 % a 20,1 % v uvedeném pořadí, přičemž index TOPIX vykazoval záporných 2,1 %. V Grafu 4.3 je zachycena tato závislost výnosu srovnávaných indexů na měsíční volatilitě. Údaje jsou za období leden 2007 až listopad 2007.

Graf 4.3 Závislost výnosů srovnávaných indexů na měsíční volatilitě v roce 2007



Zdroj: HedgeIndex (2007)

Tradiční akciové indexy trhu vykazují slabší výnosy s vyšší volatilitou (viz Tab 4.15). Výjimku představuje index DJ EuroStoxx, který sice dosahuje nejvyššího výnosu, ale při nejvyšší volatilitě. Na ose X je znázorněna hodnota standardní volatility indexů, osa Y představuje kumulativní výnos.

²⁸ MSCI World Index – vážený index upravený o tržní kapitalizaci, který je navržen k měření kapitálových trhů v rozvinutých regionech. Skládá se z 23 rozvinutých tržních indexů zemí (např. Austrálie, Řecko, Švýcarsko, USA aj).

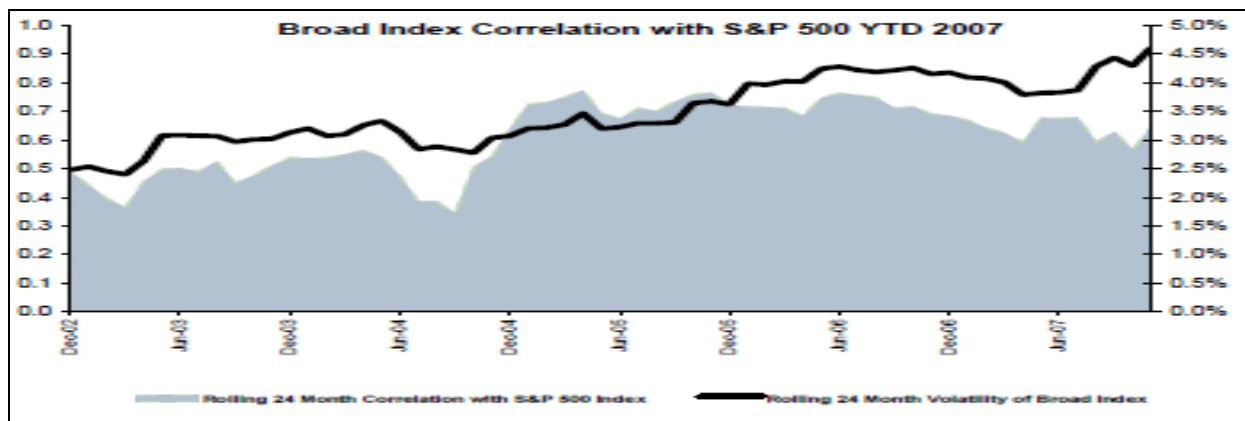
²⁹ S&P 500 Index – index je konstruován pro měření výkonnosti domácí ekonomiky prostřednictvím změn k celkové tržní hodnotě 500 akcií představující hlavní průmyslové odvětví. Investoři nemohou investovat přímo do indexu.

³⁰ TOPIX – komplexní opatření pro vývoj cen akcií. Vážený index, kdy tržní cena každého komponentu akcie je násobená počtem kótovaných akcií.

Jediný sektor, který překonal Broad Index, byl Global Macro, který při volatilitě 1,4 %, dosáhl výnosu 14,7 %, což bylo zapříčiněno výkyvy u amerického dolaru a nestabilním pohybem cen zlata a cen energií právě ve sledovaném období leden 2007 až listopad 2007.

V roce 2007 došlo ke zvýšení volatility, což ovlivnilo všechny strategie Dow Jones Hedge Fund. V Grafu 4.4 je zobrazeno, jak v létě 2007 korelace mezi indexy Broad Index a S&P 500 Index docílila svého boomu, což se shodovalo s volatilním obdobím ostatních akciových indexů na celosvětovém trhu.

Graf 4.4 Korelace Broad Indexu s S&P 500 v roce 2007

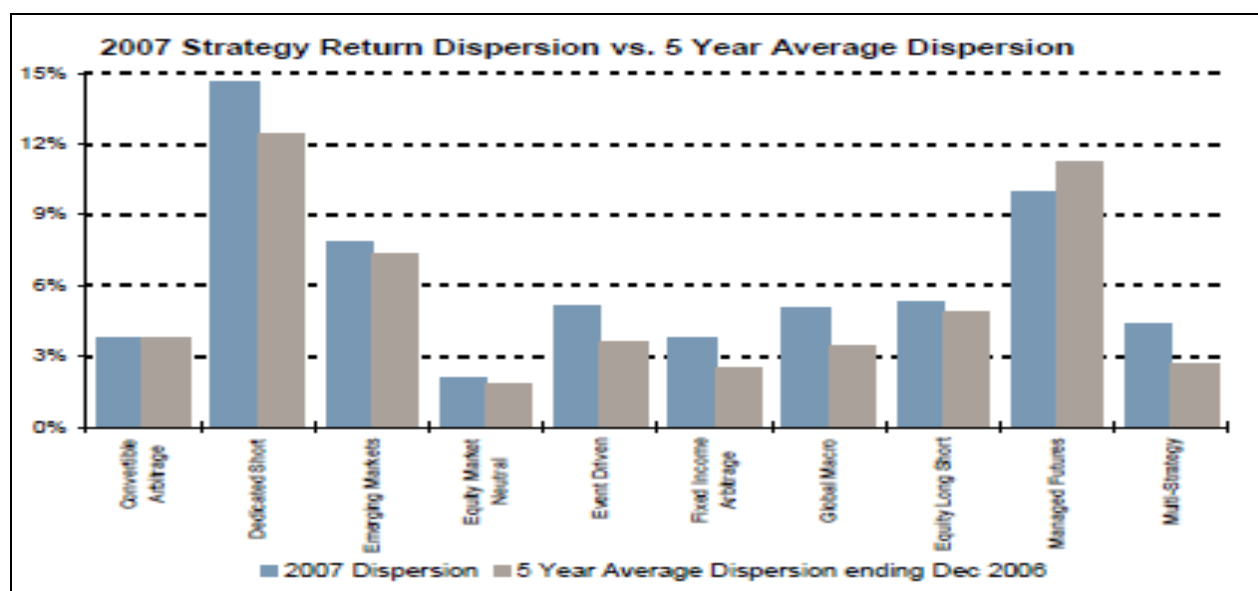


Zdroj: HedgeIndex (2007)

Koncem listopadu dosahovala volatilita Broad Index již nejvyšší úroveň za posledních 5 let. Je měřena na základě roční rolling (rolované) 24- měsíční standardní odchylky, kdy hodnota na konci roku 2007 byla stanovena na 4,66 %.

Stejný trend zvýšené volatility je vidět v Grafu 4.5, ve kterém je zobrazena volatilita strategií Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index pro Broad Index, kde je porovnán Broad Index měsíční úroveň návratnosti rozptylu s příslušným průměrným rozptylem počítaným za 5 let.

Graf 4.5 Srovnání úrovně návratnosti rozptylu s průměrným rozptylem za 5 let



Zdroj: HedgeIndex (2007)

Zatímco volatilita jako celek roste (viz Graf 4.3), korelace s hlavními akciovými indexy klesá (viz Graf 4.4), což má za následek, že Dow Jones Hedge Funds rozděleny dle strategií účinněji zachovají a nakládají s kapitálem, než akcie, které jsou na trhu prodávány.

Během roku 2007 významně ovlivnily výkonnost Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index některé faktory. Manažeři fondu zpochybnili prodej fondů v Číně na konci února, kdy Čína se v té době pohybovala v tenké ekonomické bublině. Nečekaná likvidace několika vysoce finančních prostředků hedgeových fondů kvůli neopatrnosti při investování do cenných papírů vázaných Sub-Prime hypotékou měla negativní dopad na ostatní sektory hedgeového fondu (červen a červenec 2007). Byl vytvářen prodejní tlak na hedgeové fondy a soukromé bankovní sektory k získání peněz, kde hlavními indikátory byla vysoká volatilita a nízká likvidita a vytvářela se tím sestupná spirála vlastního kapitálu. Úvěrová krize měla značný vliv na deflaci na trhu s bydlením v USA, na pokles spotřebitelských výdajů a zpomalení ekonomiky obecně.

V důsledku negativních faktorů žádná z uvedených strategií hedgeového fondu, který je reprezentován Broad Indexem, nebyla schopna udržet stejnou pozici v každém čtvrtletí a u některých došlo k největšímu propadu za poslední roky. V Tab 4.16 je zobrazena změna hodnot jednotlivých strategií v závislosti na Broad Indexu a to na základě čtvrtletního rozdělení.

Tab 4.16 Změna hodnot jednotlivých strategií v závislosti na Broad Indexu v roce 2007

Ranking	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	The Index
Q1 '07	Event Driven 5.0%	Equity Long Short 3.8%	Multi-Strategy 3.8%	Emerging Markets 3.2%	Convertible Arbitrage 3.1%	Global Macro 3.0%	Equity Market Neutral 2.7%	Fixed Income Arbitrage 2.2%	Dedicated Short 1.6%	Managed Futures 4.7%	Broad Index 3.3%
Q2 '07	Managed Futures 12.7%	Emerging Markets 5.9%	Equity Long Short 5.7%	Event Driven 5.6%	Global Macro 4.8%	Multi-Strategy 4.4%	Equity Market Neutral 2.3%	Convertible Arbitrage 2.0%	Fixed Income Arbitrage 1.5%	Dedicated Short 3.7%	Broad Index 5.2%
Q3 '07	Emerging Markets 5.0%	Global Macro 4.5%	Equity Market Neutral 1.3%	Equity Long Short 1.2%	Dedicated Short 0.7%	Event Driven 0.7%	Multi-Strategy 0.1%	Convertible Arbitrage 0.3%	Fixed Income Arbitrage 1.0%	Managed Futures 4.5%	Broad Index 1.1%
Q4 '07	Dedicated Short 6.9%	Emerging Markets 3.8%	Managed Futures 3.1%	Equity Long Short 2.1%	Multi-Strategy 2.1%	Equity Market Neutral 2.1%	Global Macro 1.8%	Event Driven 1.3%	Fixed Income Arbitrage 1.0%	Convertible Arbitrage 0.5%	Broad Index 2.0%

Zdroj: HedgeIndex (2007)

Jedním ze sektorů, který prokázal svou schopnost nadále produkovat atraktivní výnos při určitém riziku, byl *Credit Suisse/Tremont Event Driven Hedge Fund Index*, který odolal jak medvědímu trendu na čínském akciovém trhu, tak dokázal udržet stabilní pozici při klesající spirále výkonu fondů. Manažeři Event Driven mají schopnost využívat příležitostí plynoucí z cyklů na trhu nebo zvláštních situací, které ovlivňují kapitálové struktury společnosti. Event Driven sektor se skládá z:

- *Distressed*,
- *Multi-Strategy*,
- *Risk Arbitrage*.

Event Driven sektor, který v roce 2007 reprezentoval Credit Suisse Tremont/Hedge Fund Index, produkoval vysoké výnosy. V porovnání s předchozími hedgeovými fondy Atlantik (viz Tab 4.4 a 4.12), které na trhu působí pouhé 3 roky, je vidět rozdíl u ukazatele roční průměrné výkonnosti, která dosahuje kladné dvojciferné hodnoty 13,9 %. Přehled výkonnosti Event Driven Hedge Fund Index je uveden v Příloze 9. Sharpeho poměr byl v porovnání s ostatními indexy nejvyšší, což dokazují hodnoty v Tab 4.17.

Tab 4.17 Srovnání Sharpe Ratio hedge fondu Event Driven s akciovými indexy

Rok 2007	HEDG Event Driven	MSCI World	S&P 500	Lehman Global Aggregate
Sharpe Ratio	1,5	0,3	0,5	0,4

Zdroj: HedgeIndex (2007)

V důsledku relativně nízké úrovně volatility byla hodnota Sharpe Ratio pro hedgeový fond Event Driven 1,5, což nasvědčuje o nejlepší výkonnosti u všech srovnávaných fondů.

Dle prospektu Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index byl v roce 2007 *Sharpeho poměr* ve výši 1,26. Hodnota ukazatele je dána na základě vývoje celosvětového trhu v roce 2007 a

na postoji manažerů k hedge fondům a za předpokladu, že se jednalo o komplexní portfolio. Další ukazatele kvůli nezveřejněným údajům nelze analyzovat.

V lednu 2007 se hedgeoví manažeři snažili podpořit *Credit Suisse Tremont/Emerging Markets Hedge Fund Index* s vizí růstu ekonomicky a nízkých úrokových sazeb. Přes některé úvahy, že Emerging Markets byl sektorem na poklesu dle záznamu o klesajících údajích výkonu v roce 2006, byla u Credit Suisse Tremont/Emerging Markets Hedge Fund Index po celý rok 2007 výkonnost pozitivní. Výnos hedge fondu Emerging Markets byl 17 % (na roční bázi) s volatilitou 7,6 %.

Hedgeové fondy na relativní bázi mají lepší výsledky než tradiční třídy aktiv, kde Hedge Fund Emerging Markets měly pokles o 5 %, ve srovnání s MSCI Emerging Markets Index, kde v roce 2007 byl pokles o 10,8 %.

Situace na zahraničních trzích v roce 2007 také značně ovlivnila ekonomiku Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund. Čínské státní orgány v polovině ledna 2007 zvažovaly možnost, že v únoru přijmou opatření k omezení finančních spekulací a to včetně zvyšování úrokové sazby u kapitálových výnosů. To vedlo k téměř 9% poklesu čínských akcií. Na kapitálovém trhu to vyvolalo obavy, že taková finanční situace by mohla způsobit dominový efekt podobný asijské finanční krizi v roce 1997. V 1. čtvrtletí 2007 byl ziskový pouze jeden z deseti hedgeových fondů (strategií) společnosti Credit Suisse, Inc.

Mnoho finančních institucí bylo zasaženo úvěrovou krizí v létě 2007. Také několik elitních hedge fondů upadlo, neboť investovali do cenných papírů vázaných na Sub-Prime hypotéky. Avšak Credit Suisse/Tremont Hedge Fund dokázal v takto krizovém finančním období vyprodukovat atraktivní zisk, udržet si pozitivní ekonomický výhled do budoucna a vrátit hodnotu Broad Indexu na 5,2 % ve 4. čtvrtletí 2007.

Nízká likvidita vyvolaná nátlakem na hedgeové fondy bankovními institucemi a obchodními sektory ztížila podmínky v tržním prostředí, kterému museli investoři čelit ve 3. čtvrtletí 2007. Prodejní nátlak byl jedním z prvotních faktorů, který zapříčinil ztráty u mnoha kvantitativních finančních instrumentů. Pákový efekt spolu se silnou korelací mezi statistickými modely vyvolal dominový efekt. Zatímco některé strategie těžily z otřesů na trhu, ostatní byly negativně ovlivněny. U Credit Suisse/Tremont Hedge Fund došlo například ke zvýšení Broad Indexu o 1,1 % ve 3. čtvrtletí 2007, což vedlo u 7 z 10 jeho strategií k pozitivním výsledkům.

Jedna z nejhorších měsíčních výkonností akciového trhu v posledních letech byla zaznamenána na konci roku 2007, zejména v důsledku zvyšování úvěrů, které dostávají světovou ekonomiku do recese. Finanční sektor utrpěl ztrátu téměř 40 bilionů USD. Byly

navrženy opatření na zpřísnění finančních podmínek, zvláště úvěrových. Přes nízkou světovou výkonnost na akciových trzích se Broad Index vrátil zpět o 2 % u všech deseti strategií Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund.

Strategie *Dedicated short bias* se vyšplhala ve 4. čtvrtletí 2007 na hodnotu 6,9 %, což bylo nejvýše za celý uplynulý rok 2007, na základě celkové čisté krátké pozice, která chránila kapitál v době propadu akciového trhu.

Strategie *Emerging Markets* vrátila hodnotu na 3,8 % díky zájmu investorů hledající příležitosti na trzích s omezenou úvěrovou angažovaností a nízkou korelací na domácím trhu v USA.

Managed Futures sektor se vrátil na hodnotu 3,1 %, kdy v indexu zůstaly začleněny větší finanční prostředky, smršťovaly se surové zásoby, sílila poptávka a nabídka, což vyvolalo nejistotu u ceny ropy, která dosáhla rekordní úrovně v průběhu 4. čtvrtletí 2007.

Tento rok představoval náročné období pro hedgeové fondy. Obecná hospodářská nejistota nastala ohledně budoucnosti americké ekonomiky, kdy došlo k zpřísnění úvěrových podmínek a úrovně volatility. Nicméně i přes zvýšenou úrokovou sazbu, financování hedge fondů umožňuje využití takových pozic na trhu, aby bylo dosaženo výnosu. Credit Suisse/Tremont Hedge Index prokázal konzistentní a silnější výkon, než mnoho jiných akciových indexů. Právě výhoda diversifikace více strategií pod záštitou Broad Index může spolu s flexibilitou manažerů hedge fondů přizpůsobit své postavení tak, aby v případně tříd aktiv byly schopny odolávat nejistotě současné světové ekonomiky.

4.3.2 Analýza Dow Jones Hedge Fund za rok 2008

V důsledku hospodářské krize a mimořádných událostí, které znepríjemnily situaci na finančním celosvětovém trhu, utrpěly hedgeové fondy v roce 2008 značných ztrát. Broad Index, který byl v té době vázán na Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index a disponoval 496 základními hedgeovými fondy, zaznamenal ke konci roku 2008 pokles o 19 %. I srovnávané indexy S&P 500 Index nebo MSCI World Index prudce klesly. V důsledku toho začali investoři preferovat investice s pevným výnosem, jako například Barclays Global Aggregate Bond Index, který zvýšil zisk na 5,2 % za rok. V Tab 4.18 jsou srovnány indexy s jejich měsíční volatilitou za rok 2008.

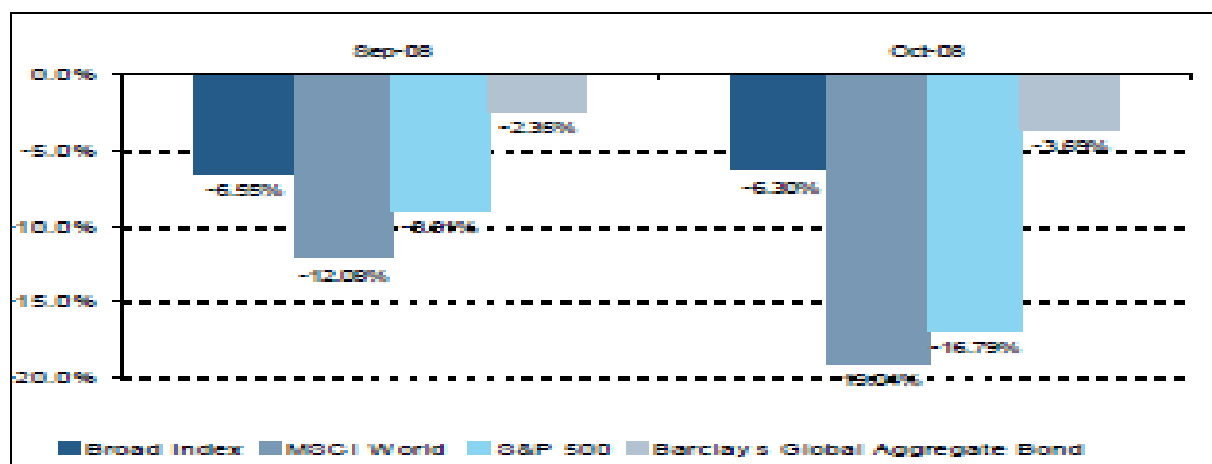
Tab 4.18 Srovnání indexů s měsíční standardní volatilitou indexů v roce 2008

	Broad Index	S&P 500 Index	MSCI World Index	Barclays Global Aggregate Bond Index
Výnos indexů	-19,1 %	-42,1 %	-37,0 %	+5,2 %
Měsíční standardní odchylka	2,8 %	6,8 %	6,1 %	1,8 %

Zdroj: HedgeIndex (2008)

Největší ztráta byla zaznamenána v měsíci září a říjen, kdy Broad Index vykazoval nejhorší výkon za svou historii. Graf 4.6 vykazuje tyto negativní výsledky spolu se srovnávanými akciovými indexy. Právě index s pevným výnosem Barclays Global Aggregate Bond Index vykazoval nejlepší výnosnost, což k finanční situaci na trhu v roce 2008 bylo předvídatelné.

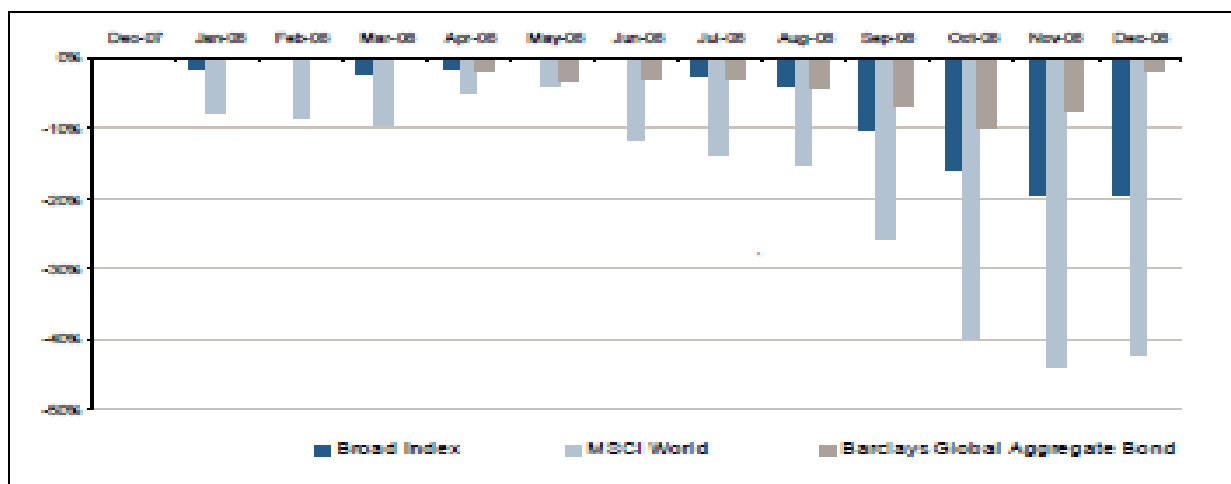
Graf 4.6 Srovnání jednotlivých indexů za září a říjen 2008



Zdroj: HedgeIndex (2008)

Celkově ale Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Indexes ustál s Broad Index vzniklé ztráty lépe, než ostatní srovnávané akciové fondy, jak je zobrazeno v Grafu 4.7. Fond omezil čerpání (čerpáním se rozumí maxima na minimum poklesu investic) a udržel si podstatně menší volatilitu.

Graf 4.7 Maximální čerpání hedge fondu, akcií a Global Government Bonds



Zdroj: HedgeIndex (2008)

V roce 2008 Broad Index čerpal maximálně 19,5 % v měsíci listopad, naproti tomu MSCI World Index překročil hranici 44 %. Broad Index je počítán měsíčně, a je vykazován až po odečtení souvisejících poplatků.

Celková výkonnost Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (Broad Index) byla záporná, fond dosáhl v roce 2008 dvouciferných ztrát. Přesto se v průběhu roku 2008 podařilo dosáhnout pozitivních výsledků u některých strategií.

Strategie *Managed Futures* a *Dedicated Short Bias* dosáhly naopak dvouciferných výnosů, čím byla ověřena teorie, že hedge fondy dokážou být na vzestupu i za předpokladu neúspěchu na celkovém finančním trhu. Tab 4.19 vyjadřuje výkonnost jednotlivých hedge strategií za rok 2008.

Tab 4.19 Výkonnost jednotlivých strategií za rok 2008

Strategy	Comulative Return	Monthly Standard Deviation
Broad Index	- 19,1 %	2,8 %
Convertible Arbitrage	- 31,6 %	4,8 %
Dedicated Short	14,9 %	5,6 %
Emerging Markets	- 30,4 %	4,5 %
Equity Market Neutral	- 40,3 %	11,7 %
Event Driven	- 17,7 %	2,3 %
Fixed Income Arbitrage	- 28,8 %	4,6 %
Global Macro	- 4,6 %	3,4 %
Equity Long Short	- 19,8 %	3,5 %
Managed Futures	18,3 %	3,4 %
Multi-Strategy	- 23,6 %	2,8 %

Zdroj: HedgeIndex (2008)

Managed Futures se vyznačila svým špičkovým výkonem a to v průběhu každého čtvrtletí roku 2008 a strategie skončila s nejlepším ročním výnosem celkově (18,3 %).

Druhým nejvýkonnějším sektorem byl *Dedicated Short* s hodnotou 14,9 %, čímž se zařadil mezi tři nejvíce prodávané strategie za 3. a 4. čtvrtletí 2008. V Tab 4.20 je uveden přehled Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index a jeho deseti strategií jak za jednotlivé čtvrtletí roku 2008, tak i výsledně za celé období roku 2008.

Tab 4.20 Změna hodnot jednotlivých strategií v závislosti na Broad Indexu v roce 2008

Ranking	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	The Index	MSCI World	S&P 500 TR	Berdays Global Aggregate Bond
Q1 '08	Managed Futures 10.4%	Dedicated Short 8.8%	Global Macro 6.9%	Equity Market Neutral 1.8%	Event Driven - 3.2%	Multi-Strategy - 3.9%	Equity Long Short -4.1%	Emerging Markets -4.2%	Fixed Income Arbitrage -6.8%	Convertible Arbitrage -7.8%	Broad Index -2%	MSCI World Index -8.5%	S&P 500 TR -8.4%	Lehman Global Aggregate Bond 8.8%
Q2 '08	Managed Futures 4%	Equity Long Short 3.8%	Fixed Income Arbitrage 2.9%	Event Driven 2.3%	Convertible Arbitrage 2.2%	Global Macro 2.2%	Equity Market Neutral 2%	Dedicated Short 1.9%	Multi-Strategy 1.8%	Emerging Markets 0.7%	Broad Index 2.6%	MSCI World Index -2.9%	S&P 500 TR -2.7%	Lehman Global Aggregate Bond - 2.9%
Q3 '08	Equity Market Neutral -2.1%	Managed Futures 7.2%	Dedicated Short - 7.8%	Fixed Income Arbitrage -7.8%	Event Driven - 8.3%	Global Macro - 10.3%	Multi-Strategy - 10.8%	Equity Long Short -12.9%	Convertible Arbitrage -14.7%	Emerging Markets -15.1%	Broad Index - 10.2%	MSCI World Index -15.7%	S&P 500 TR -8.4%	Lehman Global Aggregate Bond - 3.8%
Q4 '08	Dedicated Short 11.1%	Managed Futures 10.9%	Global Macro - 2.8%	Equity Long Short -7.5%	Event Driven - 9.3%	Multi-Strategy - 12.8%	Emerging Markets -15.1%	Convertible Arbitrage -15.1%	Fixed Income Arbitrage -18.5%	Equity Market Neutral -41.3%	Broad Index - 10.2%	MSCI World Index -22.1%	S&P 500 TR - 21.9%	Lehman Global Aggregate Bond 5.2%
2008	Managed Futures 18.4%	Dedicated Short 14.9%	Global Macro - 4.7%	Event Driven - 17.5%	Equity Long Short -19.8%	Multi-Strategy - 23.7%	Fixed Income Arbitrage -28.9%	Emerging Markets -30.8%	Convertible Arbitrage -31.6%	Equity Market Neutral -40.4%	Broad Index - 19.1%	MSCI World Index -42.1%	S&P 500 TR -37%	Lehman Global Aggregate Bond 5.2%

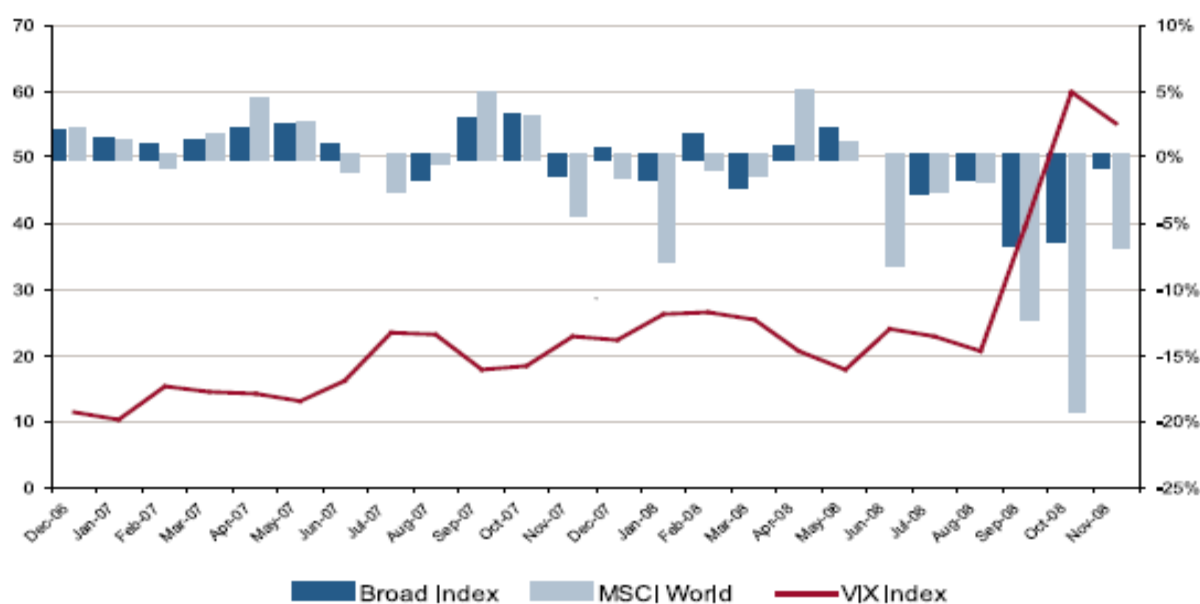
Zdroj: HedgeIndex (2008)

Kombinace bezprecedentních událostí za rok 2008 vedly na celosvětovém trhu k extrémně vysoké volatilitě trhu a k vládním intervencím. Oba faktory mají vliv na hedgeové fondy i jejich portfolia. V Příloze 10 jsou stručně popsány nejdůležitější události, které v roce 2008 zhoršily vývoj na trhu.

V roce 2008 bylo u více jak jednoho z pěti vybraných hedgeových fondů Broad Indexu vygenerován pozitivní výsledek. Nejúspěšnější byl sektor Managed Futures, kdy pozitivní výnos za rok 2008 byl ve výši 90 % z finančních prostředků. Dedicated Short Bias strategie měla pozitivní výnos ve výši 87 % z finančních prostředků.

Volatilita je klíčovým faktorem, který ovlivňuje Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index a jeho strategie. V roce 2008 zvyšování úrovně volatility přimělo manažery hedgeových fondů ke snížení rizika spolu s finančními institucemi jako celku. Jako společné měřítko tržního rizika byl vybrán Index VIX. Jak ukazuje Graf 4.8, Broad Index hedgeového fondu a akciové indexy prudce klesly v závislosti na extrémně zvýšené volatilitě. Osa X představuje časovou řadu a osa Y výkony srovnávaných indexů.

Graf 4.8 Výkony indexů hedge fondů v závislosti na volatilitě



Zdroj: HedgeIndex (2008)

Index volatility (VIX) ve 3. čtvrtletí 2008 vyskočil o 40 bodů od září do konce října 2008. Z grafu je zřejmé, že v důsledku extrémní úrovně volatility došlo k poklesu akciových indexů a hedgeových fondů. U hedgeového fondu Dow Jones se podařilo omezit ztráty ve srovnání s akciovým indexem na 12 %, zatímco MSCI World pokles o 28 % za stejné období.

Zvýšená volatilita trhu působila tlak na hedgeové fondy, které se musely vyrovnat se zvýšenými náklady na financování. Manažeři snížili základní kapitál, aby mohly být

zapůjčeny aktivity na trhu, což vyústilo opět k nárůstu nákladů na financování, a to pro všechny účastníky trhu. Signálem pro ochotu investorů méně půjčovat byl rozdíl LIBOR sazby a LIBOR-OIS, kdy průměrné rozpětí by mělo být menší než 1 % po celý rok, avšak v srpnu byl rozdíl nad 3,6 %. To investory donutilo u hedgeových fondů k držení většího podílu portfolií v hotovosti. Větší množství peněžních zůstatků je dobrou příležitostí pro hedgeové fondy, kdy se trh začne opět stabilizovat.

Existují dva aspekty, které manažeři hedgeových fondů berou na vědomí. Jedná se o odkupy fondů nebo jejich pozastavení. V důsledku hospodářské krize bylo v roce 2008 zaznamenáno určité procento odlivu soukromých investic. Na začátku roku 2009 již bylo 25 % až 30 % soukromých investic klientů hedgeových fondů obnoveno. Na základě posledních údajů z října 2008 se odhaduje, že téměř 17 % hedgeových fondů v rámci Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Database ukončilo provoz. Tím byla překonána úroveň z roku 2007, kdy činnost zrušilo 12 % hedgeových fondů.

Přestože výkonnost hedgeových fondů v průběhu roku 2008 byla negativní, existuje stále celá řada zkušených manažerů, kteří jsou schopni produkovat maximální absolutní výnos hedgeových fondů. V důsledku hospodářské krize se dá očekávat, že regulační orgány začnou apelovat na zpřísnění a zajištění lepší průhlednosti hedgeových fondů, což by mohlo posílit důvěru u investorů. U volatility se očekává, že zůstane na vysoké úrovni až do roku 2009. Manažeři hedgeových fondů na základě toho mohou přizpůsobit provoz těchto fondů a vygenerovat tím vyšší výnosy s menší razancí.

Stejně jako v minulosti představují zvýšené odkupy hrozbu pro komunitu hedgeových fondů. V roce 2001 ztratil Equity Market Neutral a Long/Short Equity díky odkupům 10 % hodnoty aktiv, ale v následujících dvou letech se jim kumulativní výnosy vrátily o 15 %. Srovnání poukazuje na to, že i když v jednom roce manažeři hedgeového fondu utrpí ztrátu, mohou v dalším post-krizovém období překonat akciové trhy.

Díky hospodářské post-krizi 2008, která dopomohla k uzavření mnoha hedge fondů se očekává, že právě s užší řadou hedgeových fondů a snížené činnosti vlastního obchodování u investičních bank, by mohly hedgeové fondy využít příležitosti tržní neefektivnosti na celosvětovém trhu.

4.3.3 Analýza Dow Jones Hedge Fund v roce 2009

V roce 2009 byly u hedgeových fondů měřených dle Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index zaznamenány nejlepší roční výkony od založení indexu v roce 1994. Výkonnost se vyšplhala na 83 % ze všech finančních prostředků, které fond vlastní. Fond získal zpět 77 %

ztráty, kterou utrpěl v roce 2008, a asi 58 % všech aktiv poznamenaných loňskou finanční krizí se vrátilo do standardního likvidního stavu.

Ve druhé polovině roku 2009 bylo nevýznamnějšího přílivu docíleno u strategie *Equity Long/Short*, neboť investoři se zaměřovali na likvidní strategie právě v souvislosti s návratem většiny aktiv do likvidního stavu. Od listopadu 2007 bylo zaznamenáno uzavření 17 % fondů, což zvyšuje poptávku investorů o prosperující hedgeové fondy, které by mohly být zdrojem nových příjmů pro celkové odvětví hedgeových fondů.

V každém měsíci v průběhu roku 2009 (s výjimkou února, kdy finanční prostředky klesly o 0,9 %) byl samotný fond i jeho strategie v kladných hodnotách. V Tab 4.21 je zobrazen přehled kumulativní výkonnosti jednotlivých strategií a anualizované standardní odchylky za rok 2009.

Tab 4.21 Přehled kumulativní výkonnosti a anualizované standardní odchylky

Strategy	Comulative Return	Annualized Standard Deviation	Sektor Weights
Broad Index	18,6 %	4,7 %	100 %
Convertible Arbitrage	47,3 %	6,6 %	1,8 %
Dedicated Short	- 25,0 %	15,5 %	0,4 %
Emerging Markets	30,0 %	8,8 %	8,5 %
Equity Market Neutral	4,0 %	7,7 %	2,2 %
Event Driven	20,4 %	4,9 %	25,6 %
Fixed Income Arbitrage	27,4 %	3,9 %	3,6 %
Global Macro	11,6 %	5,1 %	17,3 %
Equity Long Short	19,5 %	6,7 %	23,0 %
Managed Futures	- 6,6 0	9,5 %	4,1 %
Multi-Strategy	24,6 %	4,5 %	13,5 %

Zdroj: HedgeIndex (2009)

Kvůli obnovenému zájmu investorů se zvýšil výkon ve druhé polovině roku 2009 u Emerging Markets, Event Driven nebo Long/Short Equity.

Sektor *Event Driven* ,jako největší odvětví z hedgeového fondu (25,6 %), je považován za nejvýkonnější Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index, kde k jeho finančním příležitostem

patří možnosti rostoucího počtu světových fúzí a akvizic, firemní konsolidace nebo restrukturalizace institucí.

Řídící strategií v roce 2009 pro investory byla *Long/Short Equity*, neboť rostoucí síť expozic a snaha zajišťovat zisky vedly k tomu, že investoři zvýšili svou ochotu riskovat a shromáždili silný investiční kapitál i v rozvojových zemích.

Emerging Markets jako strategie optimismu se zaměřením na světový růst, rostoucí ceny komodit a pozitivní makroekonomické údaje, které podporují rozvíjející se tržní ekonomiku.

Convertible Arbitrage je neúspěšnější strategií, která se dokázala vrátit do svého standardu po finanční krizi 2008, kdy kvůli nepříznivým podmínkám, nízkému prodejnímu tlaku došlo k cenové nerovnováze v tomto odvětví. Přesto investoři začali v roce 2009 cenové nerovnováhy využívat tím, že na základě nízkého ocenění aktiv a atraktivního kreditního spreadu přilákali nové účastníky trhu, čímž došlo ke zmírnění likvidity. Na konci roku 2009 tedy strategie *Convertible Arbitrage* dosáhla kumulativního výkonu 47,3 %, což byl nejvyšší výkon ze všech sledovaných strategií.

Zatímco v loňském roce 2008 téměř všechny strategie vykazovaly záporné výnosy, v roce 2009 nastal významný obrat. Převážná část výnosů byla pozitivní u většiny strategií. U sektorů *Managed Futures* a *Dedicated Short Bias* je tomu naopak. V krizovém roce 2008 vykazovaly sektory pozitivní výnosy, a rok 2009 byl na základě náročnějších podmínek pro ně negativní. Srovnání výnosů jednotlivých strategií v roce 2009 a 2008 pomocí standardní odchylky od střední hodnoty v obou směrech je znázorněno v Příloze 11. Díky zlepšeným tržním podmínkám byly hedgeové fondy schopny v roce 2009 lépe vstřebat vzniklé ztráty, tím že fondy získaly 76,7 % veškerých ztrát roku 2008 zpět a 28 % finančních prostředků z jejich maximálního čerpání se fondům vrátilo.

Likvidita hedgeových fondů se v roce 2009 výrazně zlepšila. V roce 2008 došlo k újmě na majetku fondu, který byl pozastaven na základě odkupů. Bylo pozastaveno asi 174 mld. USD. Z této částky bylo dle odhadů vráceno v roce 2009 (k 31. 12.) asi 102 mld. USD do standardního pásma likvidity, zbytek finančních prostředků je stále nelikvidních. Graf 4.9 znázorňuje postupné vrácení finančních prostředků mezi likvidní oběživo. Osa X vyjadřuje jednotlivá čtvrtletí roku 2009, osa Y výši vrácených peněz v bilionech USD.

Graf 4.9 Postupné navrácení finančních prostředků v roce 2009

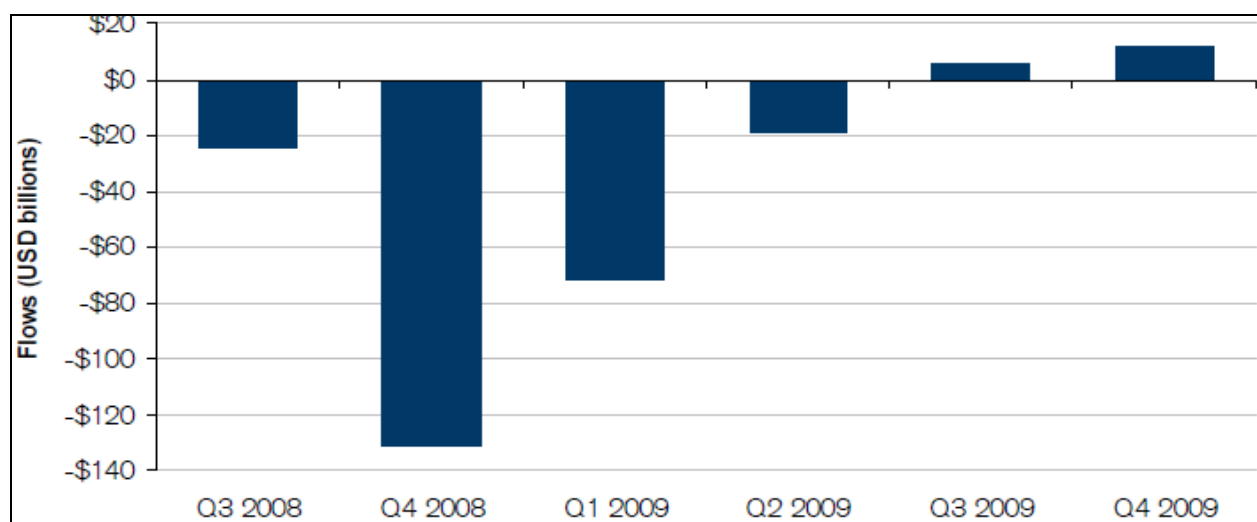


Zdroj: HedgeIndex (2009)

Po událostech roku 2008 byla problematika likvidity hedgeových fondů řešena manažery tím, že přesvědčili investory o zpřístupnění k jejich aktivům v budoucnu. Manažeri nabízeli pružnější podmínky svým investorům, usilovali o posílení vztahu klient a manažer a snažili se na trh umístit nová aktiva, která by investory motivovala k investičním příležitostem.

V roce 2008 získali investoři od investičních fondů přes 99 mld. USD. Od vzniku indexu v roce 1994 byl zaznamenán první čistý roční odliv Credit Suisse/Tremont Hedge Fund. Čistý příliv do hedgeového fondu byl 12 mld. USD a to za 4. čtvrtletí 2009. Navzdory pozitivnímu přílivu v druhé polovině roku 2009 byly celkové finanční toky majetku negativní, ale díky pozitivnímu trendu je v roce 2010 očekáván v oblasti hedgeových fondů značný vzestup. Odliv a příliv aktiv hedgeového fondu za 3. a 4. čtvrtletí 2008 a rok 2009 je znázorněn v Grafu 4.10.

Graf 4.10 Odliv a příliv aktiv Dow Jones hedge fondů v polovině roku 2009

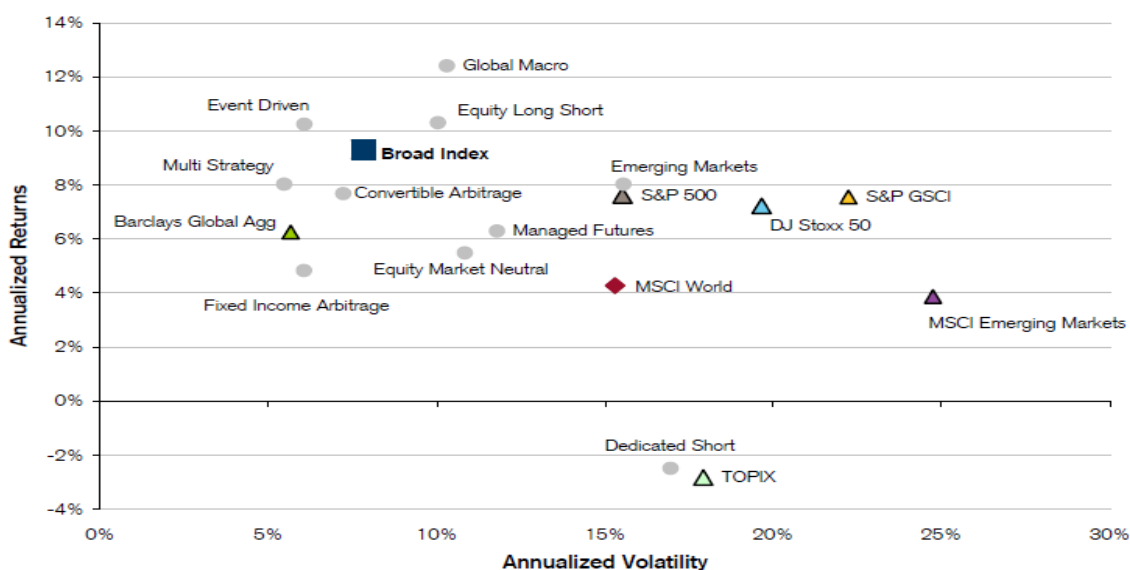


Zdroj: HedgeIndex (2009)

Hedgeové fondy získaly přízeň investorů zejména pro svou schopnost dosát pozitivních výnosů, které nejsou korelované s ostatními třídami aktiv a především proto, že jsou složeny z několika různých strategií bez ohledu na pohyby akciového trhu. Také mohou nabídnout atraktivní výhody diversifikace v čase.

Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (Broad Index) přinesl roční výnos ve výši 9,3 % s volatilitou 7,8 %. Ve srovnání s indexem MSCI World Index (výnos 4,3 %) je to o 5 % více, v závislosti na volatilitě (15,3 %), kde rozdíl je o 8,5 %. I když je volatilita dluhopisového trhu stále nižší, než na trhu hedgeovém, výnosy i přesto zaostávají. Strategie hedge fondů produkují lepší výkonnost upravenou o riziko, než některé akciové indexy. Credit Suisse Emerging Markets Hedge Fund Index v roce 2009 dosáhl výnosu ve výši 8 % při volatilitě 15,6 % a překonal MCSI Emerging Markets Index s výnosem 3,9 % a roční volatilitou 24,7 %. Další srovnání výkonnosti světových indexů v závislosti na volatilitě je graficky znázorněno v Grafu 4.11.

Graf 4.11 Srovnání výkonnosti světových indexů v závislosti na volatilitě v roce 2009



Zdroj: HedgeIndex (2009)

Schopnost hedgeových fondů vytvářet rizikově očištěné stabilní výnosy naznačuje, že jsou fondy nedílnou součástí portfolia investora, neboť poskytují přístup k celé řadě investičních strategií, které diversifikují tržní volatilitu.

Dle statistik společnosti Credit Suisse, Inc. byly v ročním prospektu 2009 vykázány hodnoty Sharpe Ratio jednotlivých sektorů Credit Suisse/Tremont Hedge Fund. Celkem bylo analyzováno 8 hedgeových strategií. V Tab. 4.22 jsou uvedeny hodnoty ukazatele za jednotlivé strategie.

Tab 4.22 Sharpe Ratio jednotlivých strategií Dow Jones hedge fondu v roce 2009

Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Strategy	Sharpe Ratio 2009
Convertible Arbitrage	0,40
Emerging Market	0,23
Equity Market Neutral	0,17
Event Driven	1,00
Fixed Income Arbitrage	0,09
Global Macro	0,84
Equity Long/Short	0,62
Managed Futures	0,25

Zdroj: HedgeIndex (2009)

Po šestiměsíčním vykazování záporných výnosů se Credit Suisse Tremont Hedge Fund Index (Broad Index) opět dostal do plusových hodnot, kdy v lednu 2009 vykazoval výnos 1,09 %, což ve srovnání s lednem 2008 (- 19,10 %) byl úspěšný start. To se odrazilo na hodnotách ukazatele Sharpe Ratio.

Nejvyšší hodnota Sharpe Ratio byla vygenerována u strategie *Event Driven*. Po ztrátových měsících v roce 2008 na základě zlepšených technických podmínek byly zaznamenány trvalé zisky u úvěrových cenných papírů. Manažeři očekávali, že odvětví, včetně farmacie, financí, přírodních zdrojů, průmysl letectví, jsou připraveny pro konsolidaci. Úvěroví manažeři vydělávali na výkonnosti trhu hotovostních úvěrů, kdy v lednu dokázali vydělat 5,78 % zisku. S ústupem úvěrové kvality manažery motivuje investování v době, kdy jsou trhy v nouzi. Manažeři zvýšili své expozice vůči krizi postiženým cenným papírům a v důsledku toho byla vykazována i průběhu druhého a třetího čtvrtletí pozitivní výkonnost. Zisky v červnu byly zachyceny z dlouhodobých úvěrových pozic, v menší míře z dlouhodobých akciových pozic, z financí a těžkosti dlužníka. Silný výkon byl vygenerován z nižší kvality úvěru. Manažeři byli obezřetní na potenciálně slabé makroekonomické prostředí.

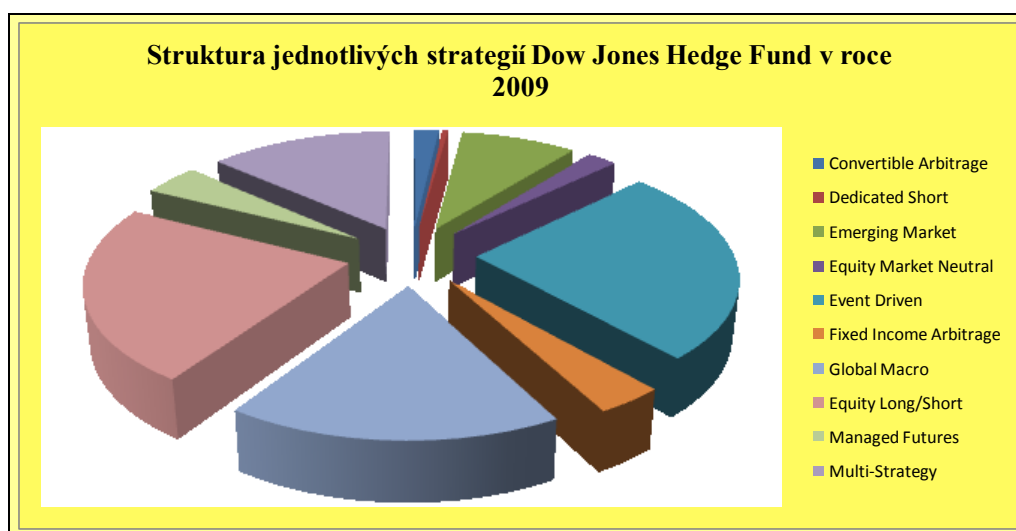
Sharpe Ratio u strategie *Global Macro* v roce 2009 byl 0,84. Index sektoru Global Macro se z kraje roku 2009 vyhoupl na 2,33 %, což bylo zapříčiněno skokovou výnosovou křivkou a posílením amerického dolaru. Credit Suisse Global Macro se vypořádalo s nepříznivou situací vyvolanou finanční krizí 2008. Těží z nových podmínek, které představují příležitosti pro hedge fondy, čímž je obchodování s novými investicemi. Zvýšená činnost vlády vytvořila prostředí, které je příznivé pro manažery zaměřené na taktické a krátkodobé obchodování. Jediný záporný výkon strategie Global Macro byl vygenerován v červnu 2009, v důsledku omezeného počtu obchodních příležitostí, což pro strategii znamenalo značný útlum.

Equity Long/Short strategie vstoupila v roce 2009 s nízkou úrovní hrubé expozice, která jim umožňuje minimalizovat vliv velkých denních výkyvů. V závěru roku sektor vykázal finančně zdravé zisky po celém světě (například S&P 500 se vrátil o 1,8 %).

Ukazatel Sharpe Ratio byl průběžně počítán u vybraných strategií jednotlivě za měsíce 2009.

I v roce 2009 došlo ke změně struktury Credit Suisse/Tremont Hedge Fund. V roce 2008 byl největší sektor Long/Short Equity, kdy představoval téměř 30 % všech investičních fondů. V letošním roce z celkové struktury hedgeového fondu největšího strukturálního rozložení 25,6 % dostal sektor Event Driven. Jednotlivé sektorové rozložení strategií Credit Suisse/Tremont (viz Tab 4.21) je zobrazeno v Grafu 4.12.

Graf 4.12 Struktura jednotlivých strategií Dow Jones Hedge Fund v roce 2009



Zdroj: HedgeIndex (2009)

V průběhu roku 2009 došlo k významným změnám týkající se oblasti hedgeových fondů. Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index a jeho roční výkonnost má za následek obnovení udržitelnosti klientů (po slabení finanční krizi) a růst fondu. Manažeři fondu zvýšili likvidní podmínky a snížili motivační poplatky k přilákání nových investorů. Kromě toho finanční prostředky, které byly uzavřeny pro investování, se v tomto roce použily na nové investice.

Přidáním hedgeových fondů do portfolia, případně vlastního kapitálu, může mít vliv na zvýšení efektivity portfolia investora. S ubýváním možností, že bude pravděpodobně větší rozptyl a snížená korelace mezi výnosy správce fondu se ukazuje být pozitivním ukazatelem pro potenciální investory.

4.3.4 Analýza Dow Jones Hedge Fund v roce 2010

Rok 2010 měl pro světovou ekonomiku znamenat konec velké recese, přesto se trhy stále potýkaly se zvýšenou volatilitou. Nastaly obavy o oživení světové ekonomiky. Díky úsilí vlády došlo ke zmírnění nejistoty investorů a stimulace agregátní poptávky. Přesto většina finančních trhů dokázala pokrýt v tomto roce své finanční ztráty vzniklé na základě hospodářské krize.

Volatilita na světových trzích umožnila hedgeovým manažerům prokázat svou schopnost vytvářet pozitivní výkon.

Každá strategie hedgeového fondu signalizuje možnost absolutní návratnosti, a v důsledku toho roste zájem investorů o hedgeové fondy. Přehled o výkonnosti jednotlivých hedgeových sektorů je uveden v Tab 4.23.

Tab 4.23 Statistika výkonnosti strategií Dow Jones hedge fondu v roce 2010

Strategy	Comulative Return	Annualized Standard Deviation	Sektor Weights
Broad Index	11,0 %	6,0 %	100 %
Convertible Arbitrage	11,0 %	4,5 %	1,6 %
Dedicated Short	- 22,5 %	18,3 %	0,2 %
Emerging Markets	11,3 %	8,6 %	7,2 %
Equity Market Neutral	- 0,8 %	6,8 %	2,1 %
Event Driven	12,6 %	7,0 %	25,1 %
Fixed Income Arbitrage	12,5 %	2,7 %	4,9 %
Global Macro	13,5 %	3,7 %	20,2 %
Equity Long Short	9,3 %	9,1 %	20,9 %
Managed Futures	12,2 %	12,4 %	4,8 %
Multi-Strategy	9,3 %	4,7 %	13,0 %

Zdroj: HedgeIndex (2010)

Pozitivní výkon byl zaznamenán u všech sektorů hedgeových fondů s výjimkou Dedicated Short (- 22,5 %) a Equity Market Neutral (- 0,8 %). Nejlepších výsledků dosáhl sektor Event Driven (12,6 %), Fixed Income Arbitrage (12,5 %) a Global Macro (13,5 %).

Global Macro strategie generovala pozitivní výkon po celý rok 2010 (s výjimkou dvou měsíců). V důsledku světové nerovnováhy a v návaznosti na akce centrálních bank dokázali manažeři vytvořit obchodní příležitosti pro nejisté tržní prostředí. Manažeři těžili z obchodů komodit (kovy, zrno) a ze silné poptávky na rozvíjejících se trzích.

Event Driven strategie v návaznosti na finanční krizi využila nárůstu investičních příležitostí, kdy banky byly nuceny rozprodat aktiva, u kterých se úvěrová kvalita zhoršila v důsledku evropské dluhové krize. Na žádost bank byla vytvořena BASEL III. dohoda, která obsahuje nové finanční podmínky a likviditu v zájmu zachování ochranné známky pro úvěry majetku a zvýšení likvidity.

Fixed Income Arbitrage strategii generovala pozitivní výsledek souvztažně po celý rok 2010. Hedgeoví manažeři profitovali z makroekonomického prostředí v roce 2010 a s využití tržních neefektivností z intervence centrálních bank. Z těchto příležitostí mohou manažeři nadále těžit a to v podobě dlouhodobých účinků měnové politiky.

Na základě pozitivních výsledků o výkonnosti jednotlivých strategií v roce 2010 se pomocí Broad Index zotavily z čerpání a negativní výkonnosti v době finanční krize téměř všechny sektory. Tab 4.24 vyjadřuje celkový počet finančních prostředků v procentech, které se zotavily z čerpání.

Tab 4.24 Celkové navrácení finančních prostředků do hedge fondu v roce 2010

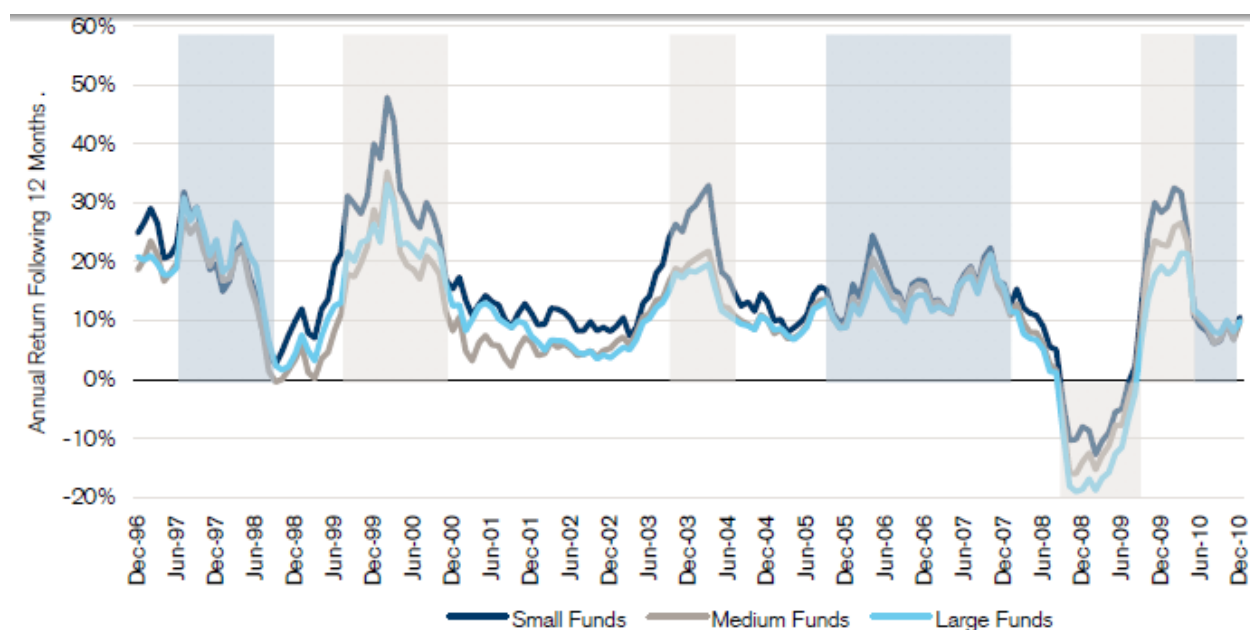
Strategy	% about HWM
Convertible Arbitrage	81,8 %
Dedicated Short Bias	0,0 %
Emerging Market	58,4 %
Equity Market Neutral	45,5 %
Event Driven	65,2 %
Fixed Income Arbitrage	69,2 %
Global Macro	63,9 %
Equity Long/Short	51,4 %
Managed Futures	51,5 %
Multi-Strategy	56,7 %
Industry	57,3 %

Zdroj: HedgeIndex (2010)

Na základě analýzy bylo prokázáno, že 57,3 % finančních prostředků z odvětví Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index se zotavilo. Strategie jako Global Macro, Fixed Income Arbitrage nebo Event Driven mají již veškeré své ztráty kompenzovány.

Zkoumaná také byla korelace mezi velikostí fondu a výkonností fondu. V Grafu 4.13 je znázorněna roční výkonnost malého (méně než 100 mil. USD), středního (100 – 500 mil. USD) a velkého (více jak 500 mil. USD) fondu za období 1996 až 2010. Osa X představuje časovou řadu roční výkonnosti fondů, osa Y znázorňuje výši finančních prostředků výkonu za 12 měsíců.

Graf 4.13 Roční výkonnost malého, středního a velkého fondu za období 1996-2010



Zdroj: HedgeIndex (2010)

V grafu jsou zachyceny rozdíly mezi výkonem malého a velkého fondu. Šedý obdélník poukazuje na to, že menší fondy získaly větší množství finančních prostředků. V modrém obdélníku jsou rozdíly finančních prostředků výkonu fondu nepatrné. Odlišnost ve výkonu vznikla na základě tradiční struktury a provozní klientské základny u malých fondů. Vstupy a výstupy do obchodování na trhu jsou snadnější pro malé fondy, kdy malé fondy překonávaly velké fondy s výši svých finančních prostředků o 3,95 % ročně.

Ve 4. čtvrtletí 2010 vzrostla aktiva celkového sektoru hedgeových fondů o 8,5 mld. USD. Celkový příliv za rok 2010 byl 22,6 mld. USD, což je nejvyšší příliv od roku 2007. V Příloze 12 je zobrazen příliv aktiv za jednotlivá čtvrtletí. Strategie Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index zažily v roce 2010 nevyšší tok aktiv ve výši 16,8 mld. USD. Největší odliv byl zaznamenán u sektoru Multi-Strategy, který ztratil 16,9 mld. USD. Silný příliv do sektoru Global Macro a Event Driven je odrazem iniciativy manažerů, kteří preferují taktickou strategii, která může odolávat více volatilnímu trhu. Největšího přílivu v poměru k celkové

velikosti Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index nastal u strategie Fixed Income Arbitrage (15,36 %) a Managed Futures (10,75 %). Naopak značný odliv aktiv utrpěla strategie Convertible Arbitrage (- 13,0 %) a Dedicated Short Bias (- 1,98 %). Grafické znázornění spolu s ostatními sledovanými strategiemi je v Příloze 13.

V roce 2010 byl Sharpe Ratio hedgeových fondů Credit Suisse prezentovaný Broad Indexem vyšší, než Sharpe Ratio světových akcií, prezentovaných jako Dow Jones World Index, než globální index s pevným výnosem, reprezentovaným jako Barclays Global Aggregate Bond Index nebo komoditní globální indexy, prezentované jako Dow Jones Komoditní Index UBS. V Tab 4.25 jsou uvedeny hodnoty Sharpeho poměru jednotlivých indexů.

Tab 4.25 Sharpe Ratio jednotlivých sledovaných indexů za rok 2010

Indexy	Sharpe Ratio
Dow Jones World Index	0,10
Barclays Global Aggregate Bond Index	0,50
Dow Jones Komoditní Index UBS	0,22
Broad Index	0,78

Zdroj: HedgeIndex (2010)

Broad Index zachovává nižší celkovou volatilitu než ostatní sledované světové indexy. V závislosti na Sharpe Ratio, které vykazuje nejlepší hodnotu u Broad Index, jsou hedgeové fondy posuzovány jako vhodné instrumenty pro rozšiřování portfolia manažera.

Dle zveřejněných statistik o Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index byly zjištěny hodnoty Sharpeho poměru i pro jednotlivé sektory (strategie) hedgeového fondu společnosti Credit Suisse. Celkově bylo analyzováno 10 hedgeových strategií za rok 2010. V Tab 4.26 jsou uvedeny výsledky hodnocení.

Tab 4.26 Sharpe Ratio sledovaných strategií Dow Jones Hedge Fund v roce 2010

Dow Jones Credit Suisse Strategy	Sharpe Ratio 2010
Convertible Arbitrage	2,40
Dedicated Short Bias	- 1,24
Emerging Markets	1,31
Equity Market Neutral	- 0,14
Event Driven	1,78
Fixed Income Arbitrage	4,64
Global Macro	3,62

Equity Long/Short	1,0
Managed Futures	0,97
Multi-Strategy	1,96

Zdroj: HedgeIndex (2010)

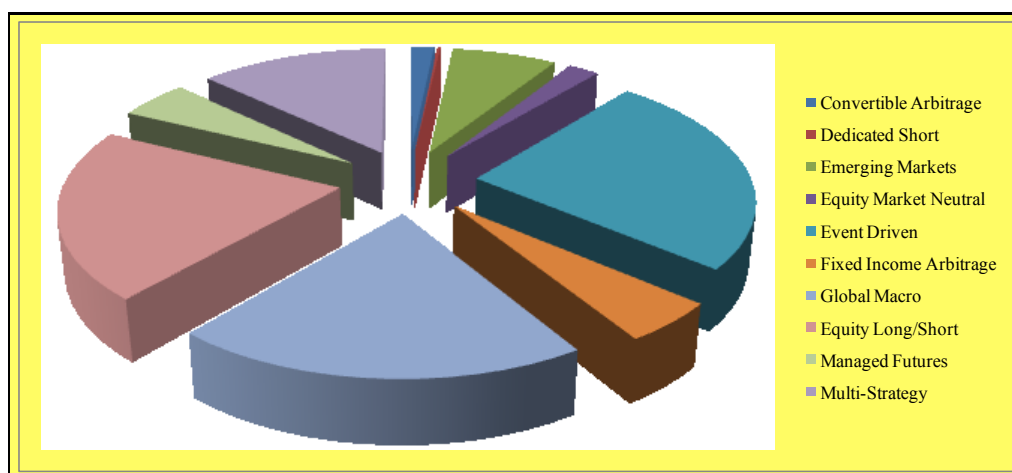
Strategie Fixed Income Arbitrage, Global Macro a Convertible Arbitrage přinesly Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index nejvyšší výnos na jednotku celkového rizika. Potvrzuje to i vysoká výkonnost a nízká volatilita těchto sektorů v Tab 4.21. Tyto strategie generovaly pozitivní výsledky po celý rok 2010, ať už v souvislosti s čerpáním finančních prostředků během krize v minulých letech, nebo značnému přílivu aktiv do portfolia hedgeového fondu.

Naopak sektory Dedicated Short Bias a Equity Market Neutral vykazují zápornou hodnotu Sharpeho poměru. Důvodem negativního výsledku může být velký odliv aktiv z jeho portfolia, příliš vysoká volatilita a záporná hodnota výkonnosti v roce 2010.

Na základě analýzy bylo zjištěno, že relativně silný výkon některých strategií (Event Driven, Global Macro, Convertible Arbitrage aj.) byl rozhodujícím faktorem pro celkově pozitivní výkonnost Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index pro rok 2010.

Fond je určen pro kvalifikované investory, kteří dokážou rozumně zhodnotit roční kapitál a jsou ochotni podstoupit určité riziko. V závislosti na zlepšené finanční situaci nejen na světovém trhu, ale i v důsledku pozitivních výsledků hedgeového fondu společnosti Credit Suisse došlo ke změně struktury jednotlivých sektorů. Graf 4.14 zobrazuje rozdělení strategií fondu v roce 2010.

Graf 4.14 Struktura jednotlivých strategií Dow Jones Hedge Fund v roce 2010



Zdroj: HedgeIndex (2010)

Opět je potvrzeno, že Convertible Arbitrage, Global Macro nebo Event Driven jsou prosperujícími strategiemi Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index, které dosahují

pozitivních výsledků nejen u samotné výkonnosti s nízkou volatilitou, ale i prvotního postavení ve struktuře samotného fondu.

Po dvou letech se Dow Jones Hedge Fund Index vzpamatoval ze světové finanční krize a vrátil svůj kumulativní zisk na své maximum. V roce 2010 byl pozitivní výkon ve výši 10,95 % dle měřeného Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexu (Broad Indexu). Výkon byl pozitivní také pro jednotlivé strategie, kde absolutního vrcholu bylo dosaženo u sektoru Global Macro (13,47 %), Event Driven (12,63 %) nebo Managed Futures (12,22 %).

Dow Jones Credit Suisse produkovaly v roce 2010 rizikově lépe očištěné výnosy, než tradiční aktivum ostatních tříd. Manažeři nadále využívají řadu investičních strategií.

4.4 Výsledné srovnání analyzovaných hedgeových fondů

Na základě analýzy vybraných hedgeových fondů ve 4. kapitole je provedeno souhrnné zhodnocení těchto fondů a interpretace výsledků. Byly sledovány dvě finanční společnosti, Atlantik finanční trhy, a. s. a Credit Suisse, Inc.

4.4.1 Zhodnocení analýzy společnosti Atlantik finanční trhy, a. s.

Společnost Atlantik finanční trhy, a. s. spravuje dva hedgeové fondy. Jedná se o Atlantik Advanced Balanced CZK Fund a Atlantik Advanced Commodity CZK Fund. Jelikož jsou hedgeové fondy na trhu poměrně mladé, byly analyzovány na bázi tříleté periody.

Cílem balancovaného fondu je dosažení kladného výnos v každém roce. Fond investuje zejména do akcií, dluhopisů, realit a komodit, čímž se snaží snížit riziko ztráty.

Komoditní fond těží ze stále většího zájmu o komodity, neboť komodity jsou jedním ze zdrojů pro spotřebu. Fond se zaměřuje například na kukuřici, plyn, benzín, aj. (viz Tab 3.2).

Podstatou analýzy bylo zhodnocení hedgeových fondů pomocí tří poměrových ukazatelů (viz 3.2). V Tab 4.27 jsou uvedeny souhrnné výsledky vypočtených ukazatelů Sharpe Ratio, Sortin Ratio a Jensenova alfa pro oba sledované hedgeové fondy.

Tab 4.27 Zhodnocení poměrových ukazatelů hedgeových fondů Atlantik

	Balancovaný fond	Komoditní fond
Sharpe Ratio	- 0,70	- 0,48
Sortin Ratio	- 1,16	- 0,70
Jensenova alfa	2,71	10,02

Jelikož se jedná o rozdílné typy fondů, nelze srovnávat ukazatele mezi sebou. Jak u Sharpe Ratio, tak i u Sortin Ratio jsou vykazovány záporné hodnoty, a to v důsledku krátkého

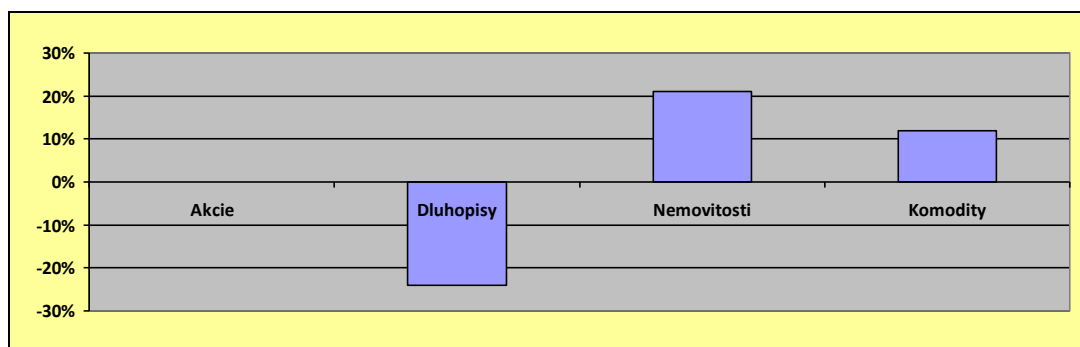
působení hedgeových fondů na finančním trhu. Naopak Jensenova alfa poukazuje na úspěšnou aktivní správu obou fondů.

Atlantik Advanced Balanced CZK Fund

Záporných hodnot Sharpe Ratio (-0,70) a Sortin Ratio (-1,16) u balancovaného fondu bylo dosaženo v důsledku toho, že ve 4. čtvrtletí fond prodělal na akcích a dluhopisech. U obou aktiv došlo k prolomení risk-limitující objednávky (tzv. loss stop pokyny). U dluhopisů se investoři opírali o dlouhé modelové váhy a loss stop zachránil fond od mnohem větší ztráty a u akcií bylo vsazeno na korekci. Ve 4. čtvrtletí se nepříznivě vyvíjely investice do komodit. Fond držel dlouhou pozici a s rostoucí cenou komoditního indexu snižoval riziko. Po ohlášení zvýšení úrokových sazeb v Číně komodity prudce oslabily a fond pozici uzavřel pouze s mírným ziskem. Na následném růstu v posledním říjnovém týdnu už fond neparticipoval. Celkově fond po těch ziskových měsících zaznamenal ztrátu 0,75 %.

Avšak od začátku roku 2011 ekonomická data balancovaného fondu signalizují pozitivní vývoj. Mírné znepokojení pro investory nastalo v důsledku nepokojů v arabských zemích, ty ale nespustily žádné závažné akciové korekce (mimo postižený arabský region). Oproti roku 2010 se dařilo i komoditám (ropa, drahé kovy) a realitnímu sektoru, zejména obchodní centra, která jsou vnímána jako ochrana před inflací. Na začátku roku balancovaný fond nejvíce profitoval na realitním sektoru, který mu přinesl zisk ve výši 1,5 % na portfoliu. Díky důslednému sledování situace na africkém kontinentu a dalších zemích, které těží ropu, balancovaný fond navýšil investice do ropy na úkor zemědělského sektoru. Aktivní pozice balancovaného fondu na počátku roku 2011 je uvedena v Grafu 4.15.

Graf 4.15 Aktivní pozice balancovaného fondu v 1. čtvrtletí roku 2011



Dluhopisy přinesly balancovanému fondu ztrátu – 24 %, nemovitosti (+ 21 %) a komodity (+ 12 %) disponovaly na začátku roku 2011 kladných hodnot.

Jedna z možných hrozeb balancovaného fondu v následujícím období je inflace, zejména v rozvíjejících se zemích. V USA a Evropě v roce 2011 se předpokládá rostoucí celková inflace, zatímco jádrová inflace (bez potravin a energií) by se měla pohybovat v nižších hodnotách. Jedním z předpokladů pro rok 2011 je také zvyšování úrokových sazeb ze strany Evropské centrální banky než u amerického FEDu. Česká národní banka v důsledku očekávaného růstu krátkodobých sazeb v Evropě zvažuje také první navýšení sazeb.

Trendový model balancovaného fondu pro letošní rok indikuje dlouhé pozice u nemovitostí a komodit, naopak krátká pozice je určena dluhopisům.

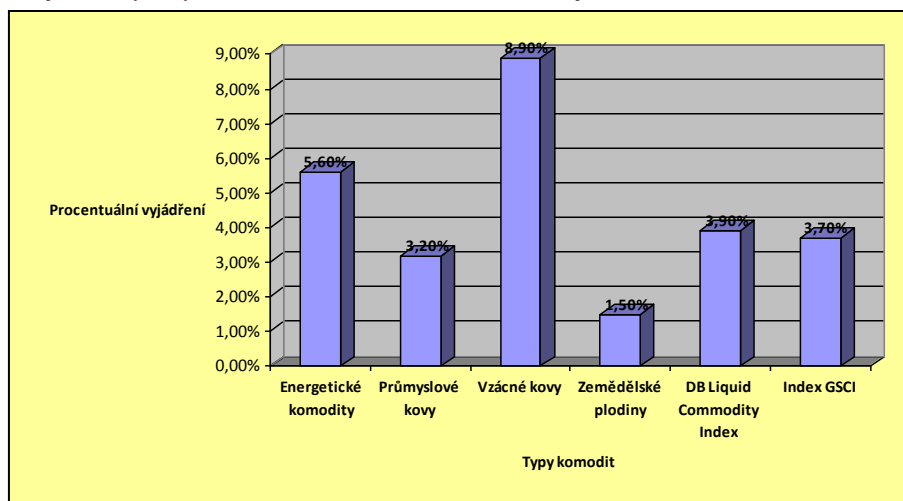
Atlantik Advanced Commodity CZK Fund

Dle výsledků v Tab 4.27 lze komoditní fond považovat pro investování v oblasti hedgeových fondů za vhodnější než fond balancovaný. Kromě mnohem úspěšnější správy aktiv (Jensenova alfa je 10,02), vykazují Sharpe Ratio a Sortin Ratio méně záporných hodnot. Jedním z důvodů strategie fondu, která je založena na kombinaci investic do různých světových komodit.

Trh reaguje na jakýkoliv nedostatek růstem ceny, a to z důvodu, že nabídka vyčerpatelných zdrojů (ropa, zemní plyn, drahé kovy aj.) a obnovitelných zdrojů (zemědělské plodiny), není flexibilní. Snaha o rozšíření těžebních a zpracovatelských kapacit je velmi finančně a časově náročná. Častým problémem je i fakt, že komodity většinou pocházejí ze zemí s nestabilními politickými režimy a využívají silné vyjednávací pozice. K těmto zemím patří Afrika, Blízký východ, Latinská Amerika nebo Rusko. Také nepříznivé přírodní vlivy ovlivňují zásoby obnovitelných zdrojů. Pokud se investor rozhodne investovat do komodit, je schopen vydělat na růstu cen a chránit se tak proti cenovým šokům.

Opět nepokoje v severní Africe a na Blízkém východě měly na začátku roku 2011 vliv na komodity. Nejvyšších nárůstů bylo zaznamenáno u energetických komodit, kdy ropa vzrostla o 10,20 % a stříbro o 20 %. Naopak zemědělské komodity (pšenice, sója) si prošly hlubší korekcí. Propad o 9 % byl na začátku roku 2011 zaznamenán u zemního plynu, neboť stále jsou na americkém trhu vytvořeny jeho značné zásoby. V Grafu 4.16 jsou uvedeny výnosy komoditních indexů Atlantik Advanced Balanced CZK Fund za 1. čtvrtletí 2011.

Graf 4.16 Výnosy komoditních indexů komoditního fondu v 1. čtvrtletí 2011



Komodity jsou třídou aktiv s trendovým chováním, což je vnímáno jako podpůrný faktor. Z fundamentálního hlediska, co se týká poměru nabídka vs. poptávka, se situace vyvíjí pozitivně. Je třeba zvýšené opatrnosti vzhledem k významným dlouhým pozicím spekulantů a výši cen některých komodit. Průmyslové kovy jsou nejvíce ze všech komoditních sektorů vystaveny expozici na rozvíjející se trhy. Nadále nejsilnější komoditou je na počátku roku 2011 měď. Energie a obchodování s ní na finančním trhu je závislá na dalším vývoji nepokojů v Africe.

Hlavní předpokladem pro letošní rok je klesající zájem o zemědělské komodity a zásoby při silné poptávce klesnou na minimum. Biopaliva by měly tvořit 35 % celkové spotřeby kukuřice. Stav zásob a stabilní poptávka zůstává příznivá i u dalších plodin. Investiční strategii byla zaměřená na kontrolu rizika, nicméně komoditní fond přistoupil k navýšení absolutního podílu v komoditách. Atlantik Advanced Commodity CZK Fund si připsal již čtvrtý kladný výnos za sebou, přičemž v říjnu 2010 vzrostl o 0,76 %.

4.4.2 Zhodnocení analýzy společnosti Credit Suisse, Inc.

Dow Jones Hedge Fund byl analyzován za období 2007 až 2010. Hedgeový fond a jeho Broad Index byl srovnáván s vybranými světovými indexy a byla sledována jejich závislost na volatilitě. Součástí analýzy bylo i zhodnocení jednotlivých strategií Dow Jones Hedge Fund a zjištění ukazatele Sharpe Ratio.

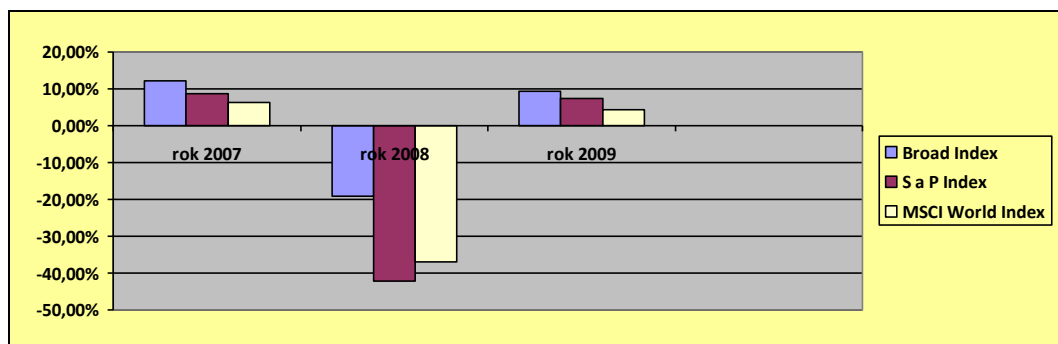
K předním srovnávaným indexům v roce 2007 a 2008 patřil S & P 500 Index, MSCI World Index a Barclays Global Aggregate Bond Index. V Tab 4.28 jsou vykázány výnosy indexů spolu s výnosem Broad Indexem za srovnávané období 2007 a 2009.

Tab 4.28 Výnosy srovnávaných indexů za období 2007 - 2009

Výnosy indexů (%)	Broad Index	S & P 500	MSCI World Index
2007	12,1 %	8,6 %	6,2 %
2008	- 19,1 %	-42,1 %	- 37,0 %
2009	9,3 %	7,5 %	4,3 %

V důsledku hospodářské krize 2008, která vyvolala značné problémy na celosvětovém trhu, utrpěl Dow Jones Hedge Fund velkých ztrát a byly vykazovány záporné hodnoty u výnosů jednotlivých indexů. Investoři se začali preferovat investice s pevným výnosem, čímž index Barclays Global Aggregate Bond Index dosahoval výnosu ve výši + 5,2 % při 1,8 % volatilitě. V roce 2009 se výnosy opět dostaly na pozitivní úroveň, neboť hedgeové fondy mají schopnost vytvářet rizikově očištěné stabilní výnosy. V Grafu 4.17 jsou zobrazené rozdílnosti výnosů indexů za období 2007 - 2009.

Graf 4.17 Výnosy vybraných indexů za sledované období 2007 – 2009

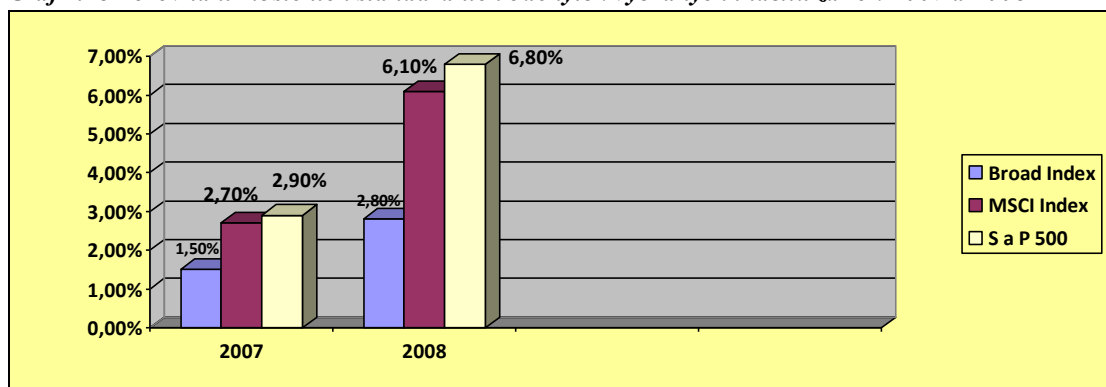


V roce 2007 došlo k zvýšení volatility, což zasáhlo do vývoje všech strategií Dow Jones Hedge Funds. Na konci listopadu 2007 dosáhla volatilita Broad Indexu nejvyšší úrovně za posledních 5 let. V závislosti na zvýšené volatilitě nedokázaly strategie hedgeového fondu udržet ani v jednom čtvrtletí stejnou pozici, naopak u většiny došlo k větším propadům.

Volatilita v roce 2008 dosahovala mnohem extrémnějších hodnot než v roce předchozím, a to v důsledku již zmíněné celosvětové krize, a díky razantním vládním intervencím.

Porovnání měsíční standardní odchylky sledovaných indexů Broad Index, World Index a S & P 500 za období 2007 a 2008 je zobrazeno v Grafu 4.18.

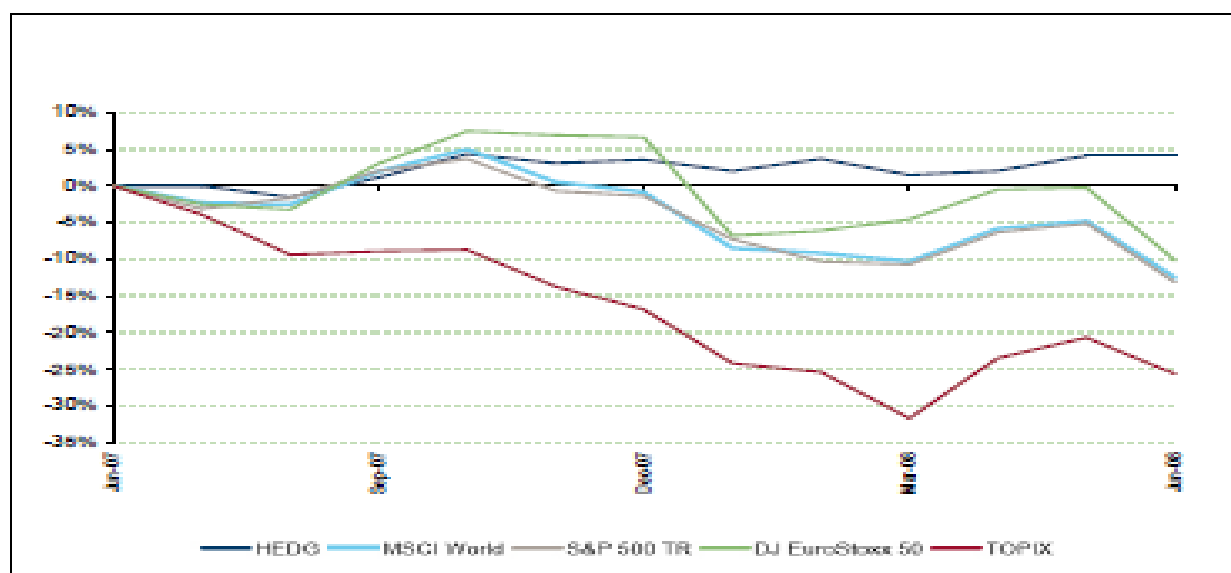
Graf 4.18 Porovnání měsíčních standardních odchylek vybraných indexů za rok 2007 a 2008



Hedgeoví manažeři reagovali na vysoký stupeň volatility snížením rizika spolu s finančními institucemi. Jako měřítko byl použit index VIX. Volatilita negativně přispěla tím, že hedgeové fondy zvýšily náklady na jejich financování a došlo i ke snížení základního kapitálu kvůli zapůjčení aktiv na finanční trh, což byl také jeden z negativních podnětů.

Navzdory začínající problémům koncem roku 2007 a pokračující na začátku roku 2008, prokázal Dow Jones Hedge Fund s Broad Indexem svou návratnost na pozitivní úroveň oproti ostatním sledovaným indexům. Jak je znázorněno v Grafu 4.19 hedgeový fond získal zpět 4,09 % od července 2007 do června 2008, ve srovnání se ztrátou 12,5 % u MSCI World indexu nebo ztrátou 13 % u S & P 500 indexu za stejné období. Z odhadů manažerů hedgeových fondů vyplývá, že průběh roku 2008 byl nejen pro ně, ale i pro strategie Dow Jones Hedge Fund obtížný, přesto fond prokázal schopnost obnovit svou činnost po krizovém období otřesů na finančních trzích.

Graf 4.19 Návratnost výkonnosti Broad Indexu oproti sledovaným akciovým indexům



Na základě výkonu hedgeových indexů za posledních uplynulých 12 měsíců roku 2008 splnily strategie své cíle tím, že byly schopny měnit své pozice během měnících se podmínek na finančním trhu a dokázaly vydělavat na klíčových příležitostech.

Jednou ze strategií, která v roce 2007 dokázala ustát krizovou situaci na finančních trzích, byla strategie Event Driven. Event Kumulovaná výkonnost byla v roce 2007 ve výši 15,6 %. Driven hedgeových fondů prokázala svou schopnost generovat výnosy i za přítomnosti atraktivního rizika. Strategie využívá příležitostí plynoucích z cyklů na trhu nebo výstředních událostí ovlivňující kapitálové struktury společnosti. Pozitivních výsledků bylo u Event Driven strategie dosaženo i v následujících letech. Pouze v roce 2008 byl zaznamenán záporný výsledek v důsledku ztátní z hospodářské krize. Srovnání nejen Event Driven strategie, ale i ostatních strategií Dow Jones Hedge Fund je zobrazeno v Tab 4.29 za období 2008 až 2010.

Tab 4.29 Srovnání Dow Jones Hedge Fund strategií za období 2008 - 2010

	Return 2008	Return 2009	Return 2010
Broad Index	- 19,1 %	18,6 %	11,0 %
Convertible Arbitrage	- 31,6 %	47,3 %	11,0 %
Dedicated Short Bias	14,8 %	- 25,0 %	- 22,5 %
Emerging Market	- 30,4 %	30,0 %	11,3 %
Equity Market Neutral	- 40,3 %	4,0 %	- 0,8 %

Event Driven	- 17,7 %	20,4 %	12,6 %
Fixed Income Arbitrage	28,8 %	27,4 %	12,5 %
Global Macro	- 4,6 %	11,6 %	13,5 %
Equity Long/Short	- 19,8 %	19,5 %	9,6 %
Managed Futures	18,3 %	- 6,6 %	12,2 %
Multi Strategy	23,6 %	24,6 %	9,3 %

Rok 2009 byl pro Dow Jones Hedge Fund velmi úspěšný a byly zaznamenány nejlepší výsledky od založení Broad Indexu v roce 1994. Po ústupu finanční krize 2008 investoři zvýšili opět zájem o hedgeové fondy, zejména u Emerging Market (4,0 %), Event Driven (20,4 %) a Equity Long/Short (19,5 %). Strategie Event Driven (20,4 %) byla nejvýkonnější. Po velkém propadu se ke svému standardu vrátila i strategie Convertible Arbitrage (47,3 %). Manažeři fondu byli ovlivněni zákazem vlastního short-sellingu, což vedlo k omezení delta-hedge pozice. Lepší podmínky se očekávají u dlouhodobého horizontu relativní hodnoty strategie, kdy vysoká úroveň volatility akciových společností přiláká k vydání nových konvertibilních cenných papírů, na rozdíl od tradičních finančních instrumentů. Společnosti odkupují své konvertibilní dluhopisy, neboť se jedná o nákladově efektivní způsob, jak uhradit současný dluh a zlepšit rozvahu.

Oproti roku 2008 si naopak pohoršily strategie Managed Futures a Dedicated Short Bias, které v roce 2009 dosáhly záporného výnosu. Tyto strategie jsou vhodné v době, kdy situace na finančních trzích není stabilní a potýká se s negativními dopady. Managed Futures užívají krátké pozice pro akcie a komodity, a při dlouhé pozici obchoduje se státními dluhopisy a americkým dolarem. Klesající trend na akciových trzích dopomohl manažerům fondu Dedicated Short k negativním výnosům. Pokud by zůstaly podmínky na finančním trhu poměrně stabilní, strategie by mohla začít dosahovat úspěšných výsledků v následujícím roce. Pro fond je však obtížné udržet atraktivní riziko v závislosti na výnosu a vlastnostech fondu. To se potvrdilo i u výnosu v roce 2010, kdy výkonnost se stále pohybovala v záporných číslech (spolu s Equity Market Neutral).

Výkonnosti strategií v roce 2010 se nadále vyvíjely pozitivně. I tento rok nejvyšších výnosů dosahuje strategie Event Driven (12,6 %), dále Fixed Income Arbitrage (12,5 %) a Global Macro (13,5 %).

Poprvé v roce 2009 byl v prospektu Credit Suisse, Inc. zveřejněn ukazatel Sharpe Ratio pro všechny sledované strategie Dow Jones Hedge Fund. ukazatel byl srovnáván za sledované období 2009 a 2010. Hodnoty Sharpe Ratio jednotlivých strategií jsou uvedeny v Tab 4.30.

Tab 4.30 Hodnoty Sharpe Ratio jednotlivých strategií za rok 2009 a 2010

Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Strategy	Sharpe Ratio 2009	Sharpe Ratio 2010
Convertible Arbitrage	0,40	2,40
Emerging Market	0,23	1,31
Equity Market Neutral	0,17	- 0,14
Event Driven	1,00	1,78
Fixed Income Arbitrage	0,09	4,64
Global Macro	0,84	3,62
Equity Long/Short	0,62	1,0
Managed Futures	0,25	0,97
Dedicated Short Bias	N/A	- 1,24

Strategie Event Driven byla velmi perspektivní i při srovnávání jejího ukazatele Sharpe Ratio. V roce 2009 dosáhla nejlepšího výsledku, kdy Sharpeho poměr byl ve výši 1. V roce 2010 hodnota ještě stoupla o 0,78 bodu. Hedgeoví manažeři byli zejména ziskoví na úvěrování s cennými papíry, kdy s ústupem úvěrové kvality hedgeové fondy motivuje investování v době finanční nouze na trzích.

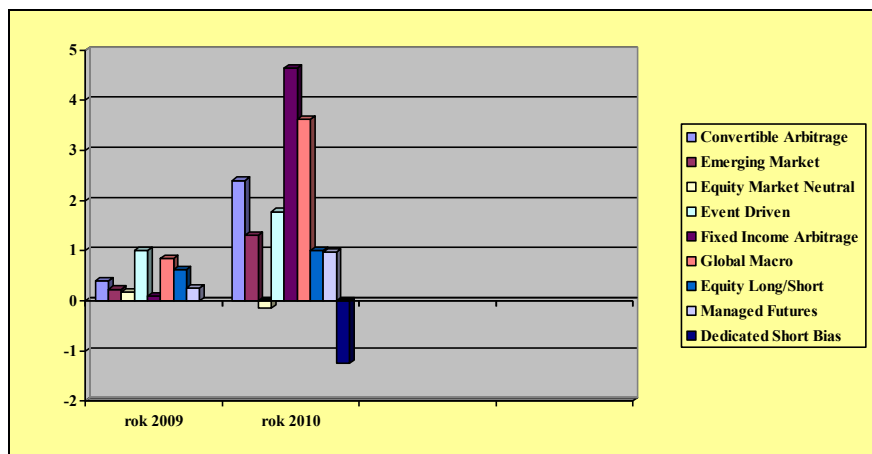
V roce 2010 ukazatel Sharpe Ratio u strategie Fixed Income Arbitrage vzrostl oproti roku 2009 o 4,55 bodu, což je nejvyšší výnos na jednotku celkového rizika ve srovnání s předchozím rokem. Potvrzuje to i vysoká výkonnost a nízká volatilita (viz Tab 4.21). Kromě této strategie i fondy Convertible Arbitrage a Global Macro generovaly pozitivní výsledky po celý rok 2010, ať už v souvislosti s čerpáním finančních prostředků během krize v minulých letech, nebo značnému přílivu aktiv do portfolia hedgeového fondu. Jejich výkonnost přispěla k pozitivnímu vývoji Sharpe Ratio.

Sektory Dedicated Short Bias a Equity Market Neutral vykazují zápornou hodnotu Sharpeho poměru. Jednou z příčin byl velký odliv aktiv z jeho portfolia, příliš vysoká volatilita a záporná hodnota výkonnosti v roce 2010.

Silný výkon Event Driven, Global Macro a Convertible Arbitrage byl rozhodujícím faktorem pro celkově pozitivní výkonnost Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index pro rok 2010. Zájem investorů hedgeového fondu se schopností zajištění finančních prostředků na vytvoření

pozitivního výkonu fondu pomohl společnosti Credit Suisse dostat Dow Jones hedgeové fondy na perspektivní pozici na celosvětovém trhu, i navzdory zvýšené volatilitě na všech světových trzích. Pro lepší přehlednost jsou výsledky ukazatele Sharpe Ratio za rok 2009 a 2010 znázorněny v Grafu 4.20.

Graf 4.20 Sharpe Ratio Dow Jones Hedge Fund strategií za období 2009 - 2010



4.5 Závěrečné shrnutí analýzy hedgeových fondů

V práci byly nejprve charakterizovány společnosti spravující hedgeové fondy. U společnosti *Atlantik finanční trhy, a. s.* byl analyzován hedgeový fond Atlantik Advanced Balanced CZK Fund (viz kapitola 3.1.1) a Atlantik Advanced Commodity CZK Fund (viz kapitola 3.1.2) s domicilem na Maltě. Společnost *Credit Suisse, Inc.* spravuje Dow Jones Hedge Funds (viz kapitola 3.2).

Protože jsou hedgeové fondy společnosti Atlantik na trhu poměrně mladé, analýza byla provedena na tříleté bázi, tedy za období 2008 – 2010.

Ukazatel Sharpe Ratio i Sortin Ratio vykázal u Atlantik Advanced Balanced CZK Fund zápornou hodnotu. Balancovaný fond se Sharpe Ratio – 0,70 utrpěl ztrátu na akciích a dluhopisech. Důsledkem byl i nepříznivý vývoj na trhu komodit. Hodnota Sortin Ratio (-1,16) není příliš vysoká, což může mít za následek ztráty v dalších letech. Jensenova alfa (2,71) balancovaného fondu poukazuje na úspěšnou správu aktiv, kterou fond provádí (viz kapitola 4.1).

Atlantik Advanced Commodity CZK Fund nedisponuje také kladnými hodnotami analyzovaných ukazatelů. Sharpe Ratio je -0,48 a investor komoditního fondu dostane vyšší výnos na jednotku celkového rizika, proto je pro investory vhodnější zvolit komoditní fond. Srovnání Atlantik fondů může být zkreslené v důsledku rozdílnosti charakteristických znaků fondů. Komoditní fond je také zvýhodněn možností kombinace investic do různých světových komodit. Sortin Ratio komoditního fondu (-0,70) snižuje riziko ztrát, v dalších letech je

možnost těmto ztrátám zamezit. Hodnota Jensenovy alfy (10,02) je výsledkem pozitivní správy aktiv (viz kapitola 4.2). Hedgeové fondy Atlantik mají krátkou časovou řadu, což je omezení pro hlubší analýzu. Investoři jsou vůči těmto fondům opatrní a snaží se získat více detailnějších informací, aby namísto vidiny vysokých výnosů neutrpěli extrémní ztrátu. Dle budoucích odhadů je předpokládáno, že fondy v dalších letech získají na popularitě a jejich poměrové ukazatele budou vykazovat již kladné výsledky.

Společnost Credit Suisse, Inc. spravuje hedgeové fondy již od roku 1994. Analýza Dow Jones Hedge Fund je zpracována za období 2007 až 2010. Rok 2007 představoval pro Dow Jones Hedge Fund náročné období. Investoři se potýkali s hospodářskou nejistotou u americké ekonomiky, kde se zpřísnily úvěrové podmínky a úroveň volatility. Fond přesto tuto situaci ustál pomocí široké diversifikace strategií a Broad Indexu a odolal negativnímu tlaku ze strany světové ekonomiky. Strategie Event Driven jako jediná celoročně produkovala atraktivní výnos a ukazatel Sharpe Ratio dosáhl hodnoty 1,5 (viz kapitola 4.3.1).

V důsledku hospodářské krize v roce 2008 utrpěl Dow Jones Hedge Fund velkých ztrát. Samotný Broad Index fondu klesl o 19 %, a investoři preferovali investice s pevným výnosem, jako například Barclays Global Aggregate Bond Index, který zvýšil zisk na 5,2 % za rok. Výkonnost hedgeového fondu se dostala do dvojciferných ztrát. Jediné strategie, které vygenerovaly kladný výnos, byla strategie Dedicated Short Bias s pozitivním výnosem 87 % z finančních prostředků a Managed Futures s výnosem ve výši 97 % z finančních prostředků (viz kapitola 4.3.2).

Průběžné zlepšení celosvětové ekonomiky a ústupu hospodářské krize, se hedgeové fondy začaly vracet na své standardní úroveň. Jejich obliba u investorů vzrostla a v roce 2009 byly u Dow Jones Hedge Fund vykázány nejlepší výsledky za posledních 15 let. Strategie Event Driven se stala opět nejvýkonnější strategií s ročním výnosem 20,4 %. Pozitivní vývoj fondu pokračoval i v následujícím roce 2010, kde prioritní strategií byla Event Driven s výnosem 12,6 %. Sharpe Ratio se u všech sledovaných strategií vyvíjí pozitivně a v kladných hodnotách, v budoucnu lze tedy očekávat stále lepší výkonnost vzhledem k riziku. U komplexního portfolia dosahují hedgeové fondy standardně hodnoty vyšší než 1, čímž byl v roce 2010 splněn předpoklad u všech strategií, kromě Equity Market Neutral (-0,14) a Dedicated Short Bias (-1,24) v důsledku extrémního odlivu aktiv z jeho portfolia. Naopak svého maxima u poměrového ukazatele dosáhl sektor Fixed Income Arbitrage (4,64), Global Macro (3,62) a Convertible Arbitrage (2,40), který dokázal vhodně využít finančních prostředků v době hospodářské krize (viz kapitola 4.3.4).

Společnost Credit Suisse, Inc. každý rok splňuje svůj stanovený cíl, čímž je dosažení výkonnosti u strategií hedgeového fondu bez ohledu na vývoj akciových trhů. Dow Jones

Hedge Fund je prosperující hedgeový fond, který dokáže i v krizových situacích vygenerovat výnos a vhodně hospodařit s finančními prostředky. Hospodářská krize v roce 2008 byla důkazem, že manažeři fondu využívají kvalitní finanční strategie, které je dokáží každým rokem vyzdvihnout na vyšší úroveň v odvětví hedgeových fondů. V důsledku krátkého působení hedgeových fondů Atlantik finanční trhy, a. s. není zhodnocení fondů zcela objektivní. Investoři stále nenašli vůči těmto fondům důvěru a management by měl zlepšit marketing a propagaci balancovaného a komoditního fondu.

Dostupnost detailních informací o hedgeových fondech jednotlivých institucí je však poměrně složitá, neboť hedgeové fondy nemají povinnost zveřejňovat údaje o historických výnosech, zaměření investic nebo svém marketingu. Manažeři hedgeových fondů potřebují nejprve klienta získat a s ním i jistotu, že klient u něj své prostředky uloží. Tímto krokem hedgeové fondy chrání své know-how a brání se nátlaku nezkušených investorů. Ale určité nastavení pravidel a přiměřená regulace umožňující zveřejnění kvalitnějších informací o hedgeových fondech, by fondům pomohla v rámci jejich vlastní propagace. Je tedy pravděpodobné, že tento krok by mohl přilákat novou klientelu.

5. Závěr

Hedgeové fondy v dnešní době zažívají výrazný boom nejen na celosvětovém trhu, ale jejich popularita roste i na trhu tuzemském. Podnět je dán zejména rostoucím počtem dolarových milionářů a zájmem finančních manažerů o výnosnější investice. Hedgeové fondy a jejich aktivita je na finančních trzích bedlivě sledována a inspiruje investory k tvorbě vlastního portfolia.

Cílem diplomové práce byla analýza vybraných hedgeových fondů. V úvodní části byla vysvětlena podstata a fungování hedgeových fondů, jejich postavení a riziko na finančním trhu a srovnání s fondy investičními. Pro analýzu byly vybrány společnosti Atlantik finanční trhy, a. s. a Credit Suisse, Inc. Balancovaný a komoditní hedgeový fond společnosti Atlantik působí na trhu krátce. Fondy byly sledovány za období 2008 až 2010. Krátkodobé působení fondů na finančním trhu vyvolalo u investorů nedůvěru. Fondy vykazovaly negativní výnosy a nedokázaly čelit finanční krizi. Společnost Credit Suisse, Inc. spravuje Dow Jones Hedge Funds. Fond byl sledován za období 2007 až 2010. Fungování fondu je založeno na správné volbě strategie a ekonomické situaci na trhu. Pro Dow Jones Hedge Funds byl nejslabší rok 2008 v důsledku hospodářské krize. Naopak jejich úspěšnost vzrostla v roce 2009, kdy byly vykázány výnosy až ve výši 20 %. Dow Jones Hedge Funds, na rozdíl od hedgeových fondů Atlantik, splňuje každoročně svůj cíl – dosažení výkonnosti bez ohledu na vývoj akciových trhů.

Odvětví hedgeových fondů je v České republice malé, ale perspektivní. Dobře spravované zahraniční hedgeové fondy mohou přilákat další investory. Tento typ fondů nabízí velké množství strategií vycházejících ze strategií základních a s rostoucím počtem speciálních fondů v České republice by měla nabídka hedgeových fondů růst i v dalších letech. Hedgeové fondy investují téměř do všech komoditních a finančních instrumentů na světových trzích a mohou přinést vysoký výnos, ale zároveň i velké riziko ztráty. Záleží pouze na správci fondu, jakou strategii zvolí a jaké budou výsledky.

Seznam použité literatury

Knižní publikace:

ANSON, Mark J. P. *Handbook of alternative assets*. New York: Wiley and Sons, Inc., 2006. 123 s. ISBN 047198020X.

GAZDA, Jan a LIŠKA, Václav. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0.

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2 vyd. Praha: Grada, 2005. 176 s. ISBN 80-247-1205-9.

GRAHAM, B. *Intelligentní investor*. Praha: Grada, 2007. 503 s. ISBN 978-80-247-1792-0.

HAGSTROM, Robert G. *The Warren Buffett Way*. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc. 2005. 549 s. ISBN 978-0471648116.

HEDGES, James R. *Hedges on Hedge Funds: How to Successfully Analyze and Select on Investment*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2005. 232 s. ISBN 0-471-62510-8.

JAEGER, Robert. *All about hedge funds: The easy way to get started*. 1. Title. United States: McGraw – Hill Education, 2003. 309 s. ISBN 00-71393-95-5.

JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

LHABITANT, Francois Serge. *Handbook of hedge funds*. London: John Wiley and Sons, Inc. 640 s. ISBN 0-470-02663-4.

LO, Andrew W. *Hedge Funds: An Analytic Perspective*. Princeton: Princeton University Press, 416 s. ISBN 978-1-4008-3581-2.

STEFANINI, Filippo. *Investment Strategies of Hedge Funds*. West Sussex, England: John Wiley nad Sons, Inc. 336 s. ISBN 978-0-470-02627-4.

Elektronické publikace:

<http://www.atlantik.cz/nase-nabidka/produkty/fondy-atlantik>

http://www.atlantik.cz/documents/produkty/fondy-atlantik/informace/atlantik_advanced_balanced

http://www.atlantik.cz/documents/produkty/fondy-atlantik/informace/jt_komoditni_fond.pdf

<http://www.atlantik.cz/dokumenty-ke-stazeni>

<http://www.credit-suisse.com>

https://www.credit-suisse.com/ch/hedge_strategies/en/dow_jones_credit_suisse_hedge_fund_indexes.jsp

<http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/default.aspx?cy=USD>

<http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/research.aspx?typeid=0&cy=USD>

http://is.muni.cz/th/62997/esf_m/

<http://www.eurekahedge.com>

<http://ca-sam-hedge.com/default.aspx>

http://www.proz.com/kudoz/english_to_czech/finance_general/3587864-hedge_fund.html

<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=849>

<http://theses.cz/id/riue94/>

http://bankovnictvi.ihned.cz/C4-10066450-12959360-900000_d-zajem-o-hedge-fondy-vzrostl

Seznam zkratek a symbolů

FED	Centrální bankovní systém Spojených států amerických
CZK	česká koruna
USA	Spojené státy americké
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
GAI	Greenwich Alternative Investments
SEC	Komise pro cenné papíry ve Spojených státech amerických
VaR	Value at Risk
EU	Evropská unie
ČNB	Česká národní banka
VK	vlastní kapitál
ZK	základní kapitál
CHF	švýcarský frank
G-20	Skupina největších ekonomik světa vedená guvernéry centrálních bank
BCBS	Basilejský výbor pro bankovní dohled
GTAA	Taktická globální alokace aktiv
CTA	Kategorie Commodity Trading Advisers
USD	americký dolar
WTI	Kontrakt smluvený na dovoz ropy do USA

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Seznam grafů

Graf 2.1	Struktura Master-Feeder
Graf 2.2	Struktura Side-by-Side
Graf 2.3	Nejpoužívanější hedgeové strategie na kapitálových trzích do roku 2004
Graf 3.1	Rozdělení aktiv fondu Atlantik Advanced Balanced CZK Fund v %
Graf 3.2	Žebříček předních finančních organizací srovnaných dle tržní kapitalizace
Graf 4.1	Vývoj hodnoty kurzu balancovaného fondu od jeho založení
Graf 4.2	Vývoj hodnoty kurzu komoditního fondu od jeho založení
Graf 4.3	Závislost výnosů srovnávaných indexů na měsíční volatilitě v roce 2007
Graf 4.4	Korelace Broad Indexu s S&P 500 Indexem v roce 2007
Graf 4.5	Srovnání úrovně návratnosti rozptylu s průměrným rozptylem za 5 let
Graf 4.6	Srovnání jednotlivých indexů za září a říjen 2008
Graf 4.7	Maximální čerpání hedge fondu, akcií a Global Government Bonds
Graf 4.8	Výkony indexů hedge fondů v závislosti na volatilitě
Graf 4.9	Postupné navrácení finančních prostředků v roce 2009
Graf 4.10	Odliv a příliv aktiv Dow Jones hedge fondů v polovině roku 2009
Graf 4.11	Srovnání výkonnosti světových indexů v závislosti na volatilitě v roce 2009
Graf 4.12	Struktura jednotlivých strategií Dow Jones Hedge Fund v roce 2009
Graf 4.13	Roční výkonnost malého, středního a velkého fondu za období 1996-2010
Graf 4.14	Struktura jednotlivých strategií Dow Jones Hedge Fund v roce 2010
Graf 4.15	Aktivní pozice balancovaného fondu v 1. čtvrtletí roku 2011
Graf 4.16	Výnosy komoditních indexů komoditního fondu v 1. čtvrtletí roku 2011
Graf 4.17	Výnosy vybraných indexů za sledované období 2007 – 2009

- Graf 4.18** Porovnání měsíčních standardních odchylek vybraných indexů za 2007 a 2008
- Graf 4.19** Návratnost výkonnosti Broad Indexu oproti sledovaným akciovým indexům
- Graf 4.20** Sharpe Ratio Dow Jones Hedge Fund strategií za období 2009 – 2010

Seznam tabulek

Tab 3.1	Základní údaje Atlantik Advanced Balanced CZK Fund
Tab 3.2	Spektrum komodit fondu Atlantik Advanced Commodity CZK Fund
Tab 3.3	Základní údaje Atlantik Advanced Commodity CZK Fund
Tab 3.4	Srovnání strategie uplatňovaného komoditního fondu s indexem GS
Tab 3.5	Základní údaje společnosti Credit Suisse
Tab 4.1	Měsíční výnosy fondu Atlantik Advanced Balanced CZK Fund v %
Tab 4.2	Celkový výnos balancovaného fondu v porovnání s indexem za rok 2008-2010
Tab 4.3	Výkonnost fondu Atlantik Advanced Balanced CZK Fund
Tab 4.4	Přehled výkonnosti balancovaného fondu v daných intervalech
Tab 4.5	Měřená volatilita, výkonnost a odchylka poklesu balancovaného fondu
Tab 4.6	Údaje balancovaného fondu vstupující do výpočtu
Tab 4.7	Souhrnné výsledky balancovaného fondu
Tab 4.8	Měsíční výnosy fondu Atlantik Advanced Commodity CZK Fund v %
Tab 4.9	Celkový výnos komoditního fondu v porovnání s indexem za rok 2008-2010
Tab 4.10	Výkonnost fondu Atlantik Advanced Commodity CZK Fund
Tab 4.11	Přehled výkonnosti komoditního fondu v daných intervalech
Tab 4.12	Měřená volatilita komoditního fondu
Tab 4.13	Údaje komoditního fondu vstupující do výpočtu
Tab 4.14	Souhrnné výsledky komoditního fondu
Tab 4.15	Srovnání indexů s měsíční standardní volatilitou v roce 2007
Tab 4.16	Změna hodnot jednotlivých strategií v závislosti na Broad Indexu v 2007
Tab 4.17	Srovnání Sharpe Ratio hedge fondu Event Driven s akciovými indexy
Tab 4.18	Srovnání indexů s měsíční standardní volatilitou v roce 2008

Tab 4.19	Výkonnost jednotlivých strategií za rok 2008
Tab 4.20	Změna hodnot jednotlivých strategií v závislosti na Broad Indexu v 2008
Tab 4.21	Přehled kumulativní výkonnosti a analýzované standardní odchylky
Tab 4.22	Sharpe Ratio jednotlivých strategií Dow Jones hedge fondu v roce 2009
Tab 4.23	Statistika výkonnosti strategií Dow Jones hedge fondu v roce 2010
Tab 4.24	Celkové navrácení finančních prostředků do hedge fondu v roce 2010
Tab 4.25	Sharpe Ratio jednotlivých sledovaných indexů za rok 2010
Tab 4.26	Sharpe Ratio sledovaných strategií Dow Jones Hedge Fund v roce 2010
Tab 4.27	Zhodnocení poměrových ukazatelů hedgeových fondů Atlantik
Tab 4.28	Výnosy srovnávaných indexů za období 2007 – 2009
Tab 4.29	Srovnání Dow Jones Hedge Fund strategií za období 2008 - 2010

Seznam příloh

- Příloha 1*** Historický vývoj a vznik hedge fondů
- Příloha 2*** Organizace zabývající se problematikou hedge fondů na světovém trhu
- Příloha 3*** Charakteristika Atlantik Advanced Equity CZK Fund
- Příloha 4*** Vstupní a výstupní poplatky balancovaného a komoditního fondu Atlantik
- Příloha 5*** Srovnání vývoje růstu balancovaného fondu s indexem HF USD
- Příloha 6*** Měsíční hodnoty kurzů od založení Atlantik Advanced Balanced CZK Fund
- Příloha 7*** Srovnání vývoje růstu komoditního fondu s indexem HF USD
- Příloha 8*** Měsíční hodnoty kurzů od založení Atlantik Advanced Commodity CZK Fund
- Příloha 9*** Přehled výkonnosti Event Driven Hedge Fund Index v roce 2007
- Příloha 10*** Nejdůležitější události ovlivňující vývoj na celosvětovém trhu v roce 2008
- Příloha 11*** Srovnání jednotlivých strategií dle výnosu za období 2008 a 2009
- Příloha 12*** Příliv aktiv za jednotlivá čtvrtletí v roce 2010
- Příloha 13*** Odliv a příliv jednotlivých strategií v procentuálním vyjádření v roce 2010

Příloha 1

Historický vývoj a vznik hedge fondů

V roce 1949 novinář a sociolog Alfred Winslow Jones založil první investiční společnost. Podstatou jeho investiční strategie bylo zajištění proti ztrátě. Roku 1966 v časopise Fortune, jehož redaktorem byl právě Jones, vyšel článek o technických metodách analýzy trhu a investičních strategiích, které investorům zajišťovaly vyšší výnos, než přední podílové fondy. Článek vzbudil velký zájem a tak Jones aplikoval svoji teorii do praxe a založil fond A. W. Jones & Co s počátečním kapitálem 100 000 USD. A. W. Jones používal dlouhé a krátké pozice a finanční páky. Nejednalo se o nové finanční nástroje, ale Jones je zkombinoval tak, že vytvořil konzervativní strategii, která byla založena na dvou principech. Tvrdil, že na trhu dokáže najít podhodnocené a nadhodnocené akciové tituly a nalézt k nim krátké, resp. dlouhé pozice. A také tvrdil, že nedokáže odhadnout celkový vývoj trhu, což mu dopomohlo k tomu, že se vyhnul spekulacím o růstu či poklesu trhu. Jeho zisky plynuly z jednotlivých pozic a výrazně se snížilo celkové riziko. Jones svým investičním krokem vzbudil tak velký zájem, že do dvou let existovalo přes 200 hedgeových fondů. Sám do svého fondu dokázal přilákat spoustu nových investorů a to díky odlišným poplatkům za správu majetku. Zavedl poplatek vázaný na výkon fondu, nikoliv fixní sumu, která se odvíjela od objemu finančních prostředků. O několik let později si Jones najal portfolio manažera Dicka Radcliffa a změnil formu své společnosti na limitované partnerství. Do společnosti byli přibíráni další manažeři, kterým Jones svěřil část prostředků fondů.

Ačkoliv je za zakladatele odvětví hedgeových fondů považován A. W. Jones, touto problematikou se zabývalo mnoho osobností i před ním. V roce 1926 byl založen investiční pool Benjaminem Graham. Graham věnoval pozornost především dlouhodobým investicím, ale zkoušel i několik krátkých prodejů. Hedgeovou strategii používaly také brokerské a obchodní firmy z Wall Streetu, kdy některé strategie byly brány jako bezrizikové arbitráže. Například došlo k nákupu zlata v New Yorku za jednu cenu a jeho simultánní prodej v Londýně za cenu vyšší.

První oficiální název „hedgeový fond“ byl uveden v článku C. J. Loomise, ve kterém byla Jonesova investiční strategie ohodnocená jako vynikající. Článek vzbudil takový zájem, že se vryl do podvědomí veřejnosti, přitáhl nové investory a vyvolal boom nových fondů, tehdy už fondů hedgeových.

Hedge fondy Warrena Buffeta

Dalším významným společníkem v oblasti hedgeových fondů byl Warren Buffet, který v roce 1955 založil komanditní společnost Buffet partnership. Buffet jako hlavní partner spolu se sedmi dalšími partnery složili částku 100 100 USD, přičemž samotných 100 USD bylo právě od Buffeta. Manažerské provize byly rozděleny tak, že W. Buffet si účtoval 25 % ze zisku a neplatil žádné fixní poplatky. Dokázal vytvořit až 29,5% výnos bez jakýchkoliv negativních výkyvů. V polovině 60. let Buffet skoupil akcie podhodnocené textilní společnosti Berkshire Hathaway, které později pro Buffeta zastávala hlavně činnost investiční a pojišťovací. V roce 1969 Buffet rozpustil svůj původní fond. Za dobu svého působení na finančním trhu zvýšil účtovací hodnotu akcie o 22,5 % za rok. W. Buffet preferoval strategii, kdy na trzích nakupoval pouze ve výjimečných situacích, zpravidla když na základě nějaké skutečnosti došlo k prudkému poklesu ceny nebo v situaci, kdy trh ovládnul strach, a všichni se snažili akcií zbavit. Ve svých začátcích se Warren Buffet podobal manažeru hedgeového fondu více, než je tomu dnes. Nebylo pro něj podstatné, v jaké formě se akcie nachází, ale tzv. okruh kompenzace. Tedy nakupovat jen v sektoru, který je mu důvěrně znám a dokáže odhadnout dobře jeho vývoj.

Postupem času si Buffet mohl dovolit kupovat nejen akcie společností, ale také samotné společnosti jako celky. Tím docházelo ke změně jeho strategie. Snažil se nalézt společnosti s kvalitním managementem, dobrým produktem a strategií a tyto společnosti začlenil do Berkshire týmu, jenž se později stal zakladatelem rodinných firem.

Hedge fondy v 70. a 80. letech

V 70. letech se ekonomika potýkala s příliš vysokou inflací, rostoucí úrokovou mírou, což vedlo ke značnému poklesu cen dluhopisů a akcií. Naopak na straně komodit, jako byla ropa, zlato a jiné suroviny se na burzovním trhu projevovala značná aktivita. V těchto dobách dokonce najímali manažeři hlavních brokerských firem další a další analytiky, aby pokryli veškeré nutné analýzy drahých kovů (zlato, stříbro, platina, palladium), průmyslových kovů (měď, nikl, zinek), zemědělských surovin (kukuřice, pšenice, sójové boby), a energetické sady (ropa, zemní plyn). Jelikož futures připustily velký podíl finanční páky, zákazníci byli přitáhnuti možností velkých zisků. A pokud zůstali na trhu rostoucích cen dlouhodobě, vysoké zisky jim byly odměnou. Na jedné straně budou tedy spokojení zákazníci a na druhé straně spokojení manažeři, kteří profitovali z vysokých poplatků za futures obchody.

Na počátku 80. let se prostředí finančních trhů výrazně změnilo. Rostoucí inflace, silný akciový trh, silné ceny surovin a trh s futures, to vše mělo za následek zahrnutí futures na všechny aktiva. Tím odvětví futures a odvětví hedgeových fondů začalo splývat. Manažeři

hedgeových fondů, kteří rozvíjeli svou kariéru zejména na amerických trzích, se přeorientovali na trhy neamerické, upřednostňovali dluhopisy, akcie, a někdy i samotné suroviny. A naopak ti, co se v počátku zaměřovali na suroviny, se začali zajímat o dluhopisové, měnové a akciové trhy. Také osobnosti jako George Soros a Michael Steinhardt nepříznivé období přežili a v následujících letech dosahovali relativně vysokých výnosů díky založenému fondu Bleichroeder & Co.

Současné odvětví hedge fondů

Jak již je známo, potenciál vysokých výnosů sebou přináší i možnost vysokých ztrát. Asi nejznámější případ je pád fondu Long Term Capital Management (LTCM) v roce 1998. Fond LTCM využíval rozdílů v relativní hodnotě mezi různými typy dluhopisů, o kterých předpokládal, že se časem kvůli arbitráži sníží. Avšak tyto rozdíly mají tendenci být velmi malé, proto je třeba k dosažení vysokých výnosů používat velké finanční páky.

V minulosti se investoři potýkali se značnými nedostatky a problémy v odvětví investování, dnešní situace na kapitálových trzích je mnohem stabilnější. A to nejen díky více vzniklým strategiím, lepším managementem rizik jednotlivých fondů, ale také v lepší rozpoznatelnosti „dobrých“ a „zlých manažerů.

Velkou výhodou pro manažery je nízká bariéra vstupu do odvětví, ať už se jedná o odvětví fondů nebo nějaké jiné. Důkazem toho mohou být fondy, které jsou založeny absolventy univerzit. Proto investiční fondy nebo brokerské domy podporují nové manažery, aby zakládali nové fondy, neboť tato aktivita je velkým přínosem pro finanční trhy a zvyšuje potenciál při obchodování s finančními instrumenty. Fondy se vyznačují tím, že zabezpečují kancelářskou a technologickou infrastrukturu, marketingové aktivity, systémy rizik, a to vše mezi kvalifikovanými investory.

Hedgeové fondy pro zvýšení své aktivity využívají investiční banku, neboť ta má velký vliv na koncové investory. V současné době také manažeři mohou využít tzv. „specializovaných inkubátorů“, pomocí nichž mohou testovat jejich investiční strategie a výkonnost samotného fondu. Manažer do toho nemusí vkládat velké peníze, ale musí se jednat pouze o jeho vlastní finanční prostředky, nikoliv cizí. Inkubátory vlastní společnost a ta se také stará o celou technologii a má nárok na určitou provizi z dosaženého zisku manažera, který inkubátor využívá. V poslední době se tato novinka na trhu značně rozrostla a tak manažeři mohou získat výhodnější podmínky, například jim nesebere tolik ze zisku, jak tomu bylo na počátku vzniku specializovaných inkubátorů.

V posledních třech letech přinesly hedgeové fondy investorům kladný výnos přes jeden z nejhorších medvědích trhů akcií v celé historii Evropy a USA. Nadace univerzit mají

uloženy v hedgeových fondech až 18 % aktiv. Mezi investory hedgeových fondů patří americké univerzity jako Harvard, Stanford nebo Yale. Také přední penzijní fondy jako Calpers (kalifornský penzijní fond) nebo PENNSers (pensylvánský penzijní fond) investovaly do hedgeových fondů miliardy dolarů. Z průzkumu společnosti Gollis/Harris Ludgate bylo zjištěno, že přes 60 % evropských institucionálních investorů má investice v hedgeových fondech. Taktéž fondy začínají získávat více kapitálu na úkor podílových fondů investujících do akcií a fondů investujících do neveřejného kapitálu, tzv. private equity. Původně největších podílů u hedgeových fondů dosahovaly bohaté rodiny a jednotlivci, dnes se však do popředí dostávají fondy fondů, které mají nižší minimální investici než tradiční hedge fondy. A také jsou více otevřeny dveře pro drobné investory. Ti však přitáhli pozornost amerického kongresu a burzovní komise. To vedlo k diskuzím, že hedgeové fondy využívají mezer v regulacích a vyvolávají obavu z „tikajících bomb“. Burzovní komise zase požadovala větší pravomoci svého úřadu při získávání informací o hedgeových fondech. Také se pozastavila nad problematikou nadměrné regulace, která by mohla fondy výrazně ohrozit tím, že odvětví by mělo sklony k přesunu do zahraničí.

Díky vysokému zájmu investorů mají hedgeové fondy snazší přístup ke kapitálu. Banky, investiční společnosti, brokerské domy a firmy jeví zájem o své klienty a v rámci vzájemné konkurence zprostředkovávají setkání mezi hedgeovými fondy a potenciálními investory. Podle průzkumu hedgeový fond dokáže na každou miliardu dolarů spravovaného majetku vytvořit pro svoji banku 10 milionů dolarů na poplatcích za brokerské a finanční služby.

Lze říci, že změna složení investorů hedgeových fondů s větším podílem institucí a případný tlak regulačních orgánů může vést k pozitivním změnám směrem k větší informační transparentnosti hedge fondů. A právě nedostatek informační otevřenosti je jedním z hlavních nedostatků, se kterým se hedge fondy potýkají.

Příloha 2

Organizace zabývající se problematikou hedgeových fondů na celosvětovém trhu

Amaranth Advisors

Bridgewater Associates

Citadel Investment Group

D. E. Shaw

Fortress Investment Group

GLG Partners

Long-Term Capital Management

Man Group

Marshall Wace

Renaissance Technologies

SAC Capital Advisors

Soros Fund Management

The Children's Investment Fund Management

Příloha 3

Charakteristika Atlantik Advanced Equity CZK Fund

Základním cílem tohoto fondu je profitovat na růstovém potenciálu akcií a omezit riziko turbulencí trhu. Fond se snaží generovat výnos, který převyšuje běžný akciový fond nebo index. A to zejména díky výběru podhodnocených společností, a také dynamickým řízením váhového zastoupení akcií v portfoliu fondu. Fond profituje z daňového domicilu na Maltě, minimalizuje daňové zatížení investora a disponuje s českou měnou. Základní údaje fondu jsou uvedeny v tabulce pod textem.

Základní údaje Atlantik Advanced Equity CZK Fund

Minimální investice	Ekvivalent 10 000 eur
Následná investice	Ekvivalent 1 000 eur
Měna fondu	CZK
Frekvence ocenění	měsíční
Domicil	Malta
Typ fondu	SICAV
ISIN	MT0000079765
Vstupní/výstupní poplatky	viz poplatková struktura
Doporučená míra investice	minimálně 3 roky
Míra rizika	vyšší
Manažer fondu	Atlantik Asset Management investiční společnost, a. s.
Custodian	HSBC Bank Malta plc.
Administrátor	HSBC Securities Services Malta

Zdroj: Atlantik (2010)

Strategie fondu

Strategie fondu Atlantik Advanced Equity CZK Fund kombinuje 2 složky, a to dlouhodobou hodnotovou část a dynamickou část.

1. Dlouhodobá hodnotová část

Fond má svůj vlastní sofistikovaný model, který využívá trojí filtrování akcií. První filtr poukazuje na kvalitu a sílu, kdy fond se snaží vybírat pouze likvidní a kapitálově silné aktiva s nízkou zadlužeností a finanční stabilitou zisku a dividend. Druhý filtr je využíván kvůli ocenění, kdy vybrané kvalitní akcie jsou oceňovány pomocí oceňovacího modelu, který posuzuje schopnost společnosti generovat zisky v budoucích letech. Vypočtená hodnota společnosti je poté porovnána s tržní cenou akcie. Třetí filtr neboli technické indikátory, jsou využívány pomocí technické analýzy k dobrému načasování nákupu vybraných akcií.

2. Dynamická část (zajištění či páka)

Na základě operativních nástrojů je možné upravovat výši aktuálního zainvestování prostředků do akciových trhů. Manažer se rozhoduje podle toho, zda je akciový trh levný či drahý. Ale například u akciových bublin, kdy jsou akcie předražené, bude fond výrazně snižovat váhu akcií v portfoliu (www.atlantik.cz).

Pro stanovení aktuální akciové váhy je využíván klíčový ukazatel, a to *výše rizikové prémie*. Ta indikuje, zda je trh podhodnocený či nadhodnocený. Také prémie vyjadřuje dodatečný výnos akcií, který investoři požadují nad výnosy státních dluhopisů.

Výhody fondu

K předním výhodám tohoto fondu patří zejména *široká diverzifikace*. Díky strategii fond investuje do úspěšných globálních společností z mnoha perspektivních regionů a sektorů. Fond kupuje akcie z vyspělých (USA, Evropa) a rozvíjejících se zemí (www.atlantik.cz). Také *aktivní přístup* je pozitivem pro fond. Aktivní činností manažera je totiž dosahováno přidané hodnoty ve formě dodatečného výnosu nad výnos běžného akciového indexu. K filtrování akcií fond používá *vlastní model*, který kombinuje ověřené i moderní postupy fundamentální a technické analýzy. Riziko fondu je také o něco vyšší než riziko vyskytující se na běžných akciových trzích. Investor tedy počítá s kolísáním hodnoty fondu, avšak strategie může jeho volatilitu výrazně omezit. Jelikož má fond svůj domicil na Maltě, může spořit prostředky ze zdanění výnosů. *Transakční náklady* fondu jsou vzhledem k obchodovanému objemu mnohem nižší než při přímých investicích.

V průběhu října fond postupně navýšil akciovou pozici jednak pomocí futures na evropský akciový index a prostřednictvím několika zajímavých investičních příležitostí. Fond investoval do akcií společnosti American Express poté, co jejich cena poklesla po nepříznivých zprávách, které by neměly mít zásadní vliv na její hospodaření. V sektoru informačních technologií došlo k nákupu akcií menší německé společnosti Bechtle AG. Fond se také účastnil primární emise akcií Fortuny, u které záhy fond zrealizoval zisk. NAV fondu vzrostlo o 3 %, zatímco referenční index EUROSTOXX 50 za stejné období posílil o 3,5 %.

Jelikož akciové trhy, stejně jako ostatní riziková aktiva zaznamenaly růst díky plánovaným nákupům aktiv ze strany amerického Fedu, akciové indexy výrazněji nesrazila dolů ani slabší data o poklesu americké průmyslové produkce ani neočekávané zvýšení sazeb ze strany čínské centrální banky, docházelo k růstu hodnot měsíčního výnosu, což uvádí tabulka pod textem.

Měsíční výnosy fondu Atlantik Advanced Equity CZK Fund

Hodnota k 29. 10. 2010: 117,03 CZK hodnoty jsou uvedeny v %													
	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	Od začátku roku
2010	- 4,1	7,9	0,2	- 6,9	- 2,5	6,6	- 4,1	5,7	3,0				7,8

Zdroj: Atlantik (2010)

Atlantik flexibilní dluhopisový fond je založen v České republice a je zařazen mezi produkty standardních fondů, nikoliv speciálních (tedy hedge fond) fondů.

Vstupní a výstupní poplatky balancovaného a komoditního fondu Atlantik

a) akcie (BCPP - SPAD, KOBOS, blokové obchody; RMS - aukce, přímé obchody)

b) dluhopisy (BCPP - AOS, blokové obchody; RMS - aukce, přímé obchody)

c) investiční certifikáty (BCPP - SPAD)

d) **warranty (BCPP - SPAD)**

e) futures (BCPP - SPAD)

100.- CZK

a) akcie

(i) USA

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0.40 %, min. 30 USD	0.35 %, min. 30 USD	0.35 %, min. 30 USD + 3 USD

* poplatek vypořádání činí 30 USD

- Sběrný účet*

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,40 %, min. 30 USD	0,20 %, min. 20 USD	0,20 %, min. 20 USD + 3 USD

*U obchodů uskutečněných mimo standardní dobu obchodování (15³⁰ – 22⁰⁰) jsou účtovány poplatky trhu (ISLD - 0,0025; ARCA - 0,004; CITX- 0,002; ATD - 0,002; AMEX - 0,003; NYSE - 0,003; v USD za 1 akcii). Pro pokyny institucionálního typu (tj. pokyny o objemu větším nebo rovném 25 000 kusů a zároveň s tržní cenou 1 akcie větší nebo rovné 5 USD), je účtován dodatečný poplatek 0,002 USD za každou akcii nad 25 000 kusů.

(ii) Západní Evropa (mimo Velkou Británii)

- Individuální účet*

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,40 %, min. 30 EUR	0,35 %, min. 30 EUR	0,35 %, min. 30 EUR + 2 EUR

* poplatek vypořádání činí 75 EUR

- Sběrný účet

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,40 %, min. 30 EUR	0,35 %, min. 25 EUR	0,35 %, min. 25 EUR + 2 EUR

(iii) Velká Británie**

- Individuální účet*

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,40 %, min. 30 GBP	0,35 %, min. 30 GBP	0,35 %, min. 30 GBP + 2 GBP

* poplatek za vypořádání činí 75 GBP

- Sběrný účet

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,40 %, min. 30 GBP	0,35 %, min. 25 GBP	0,35 %, min. 25 GBP + 2 GBP

**stamp fee

(iv) Slovensko

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,48 %, min. 15 EUR	0,43 %, min. 15 EUR	0,43 %, min. 15 EUR + 2 EUR

(iv) Slovensko

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,48 %, min. 15 EUR	0,43 %, min. 15 EUR	0,43 %, min. 15 EUR + 2 EUR

(v) Maďarsko

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
do 100 000 CZK	0,50 %	0,45 %	0,45 % + 580 HUF
100 001 - 1 000 000 CZK	0,40 %	0,35 %	0,35 % + 580 HUF
nad 1 000 000 CZK	0,35 %	0,30 %	0,30 % + 580 HUF

(vi) Polsko

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
do 100 000 CZK	0,50 %	0,45 %	0,45 % + 10 PLN
100 001 - 1 000 000 CZK	0,40 %	0,35 %	0,35 % + 10 PLN
nad 1 000 000 CZK	0,35 %	0,30 %	0,30 % + 10 PLN

(vii) Rumunsko

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	1,25 %, min. 400 RON	1,20 %, min. 400 RON	1,20 %, min. 400 RON + 10 RON

(viii) Rusko, Ukrajina a další země

Individuálně

Vklady na Klientský účet je možno provádět v CZK, USD a EUR. Pro konverzi měn je použit směnný kurs dosažený na mezibankovním trhu. Poplatek ATLANTIK FT za zprostředkování obchodu se zahraničními CP v sobě již zahrnuje poplatek příslušného trhu.

b) investiční certifikáty*

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,50 %	0,45 %	0,45 % + 2 EUR

*poplatek vypořádání činí 22 EUR

c) warranty*

Peněžní hodnota uspokojené části pokynu	Sazba z objemu obchodu		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
0 CZK a více	0,50 %	0,45 %	0,45 % + 2 EUR

*poplatek vypořádání činí 22 EUR

d) opce (trh USA)

1 obchod

20 USD + 3 USD/kontrakt

3. Obstarání obchodů s cennými papíry kolektivního investování

JEDNORÁZOVÁ INVESTICE:Akciové fondy:

Částka určená k nákupu uvedená ve smlouvě nebo pokynu	Výše poplatku		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
10 000 CZK (400 EUR) - 99 999 CZK (3 999 EUR)	4,50 %	3,50 %	3,50 % + 60 CZK
100 000 CZK (4 000 EUR) - 299 999 CZK (11 999 EUR)	4,00 %	3,00 %	3,00 % + 60 CZK
300 000 CZK (12 000 EUR) - 999 999 CZK (39 999 EUR)	3,50 %	2,50 %	2,50 % + 60 CZK
1 000 000 CZK (40 000 EUR) - 2 499 999 CZK (99 999 EUR)	2,90 %	2,00 %	2,00 % + 60 CZK
nad 2 500 000 CZK (100 000 EUR)	2,40 %	1,80 %	1,80 % + 60 CZK

Dluhopisové fondy:

Částka určená k nákupu uvedená ve smlouvě nebo pokynu	Výše poplatku		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
10 000 CZK (400 EUR) - 99 999 CZK (3 999 EUR)	2,50 %	2,30 %	2,30 % + 60 CZK
100 000 CZK (4 000 EUR) - 299 999 CZK (11 999 EUR)	2,00 %	1,80 %	1,80 % + 60 CZK
300 000 CZK (12 000 EUR) - 999 999 CZK (39 999 EUR)	1,80 %	1,70 %	1,70 % + 60 CZK
1 000 000 CZK (40 000 EUR) - 2 499 999 CZK (99 999 EUR)	1,50 %	1,40 %	1,40 % + 60 CZK
nad 2 500 000 CZK (100 000 EUR)	1,30 %	1,20 %	1,20 % + 60 CZK

Fondy peněžního trhu:

Částka určená k nákupu uvedená ve smlouvě nebo pokynu	Výše poplatku		
	Makléř	Internet	Klientské centrum
10 000 CZK (400 EUR) - 99 999 CZK (3 999 EUR)	1,00 %	0,70 %	0,70 % + 60 CZK
100 000 CZK (4 000 EUR) - 299 999 CZK (11 999 EUR)	0,80 %	0,50 %	0,50 % + 60 CZK
300 000 CZK (12 000 EUR) - 999 999 CZK (39 999 EUR)	0,70 %	0,40 %	0,40 % + 60 CZK
1 000 000 CZK (40 000 EUR) - 2 499 999 CZK (99 999 EUR)	0,60 %	0,30 %	0,30 % + 60 CZK
nad 2 500 000 CZK (100 000 EUR)	0,50 %	0,20 %	0,20 % + 60 CZK

PRAVIDELNÁ INVESTICE:

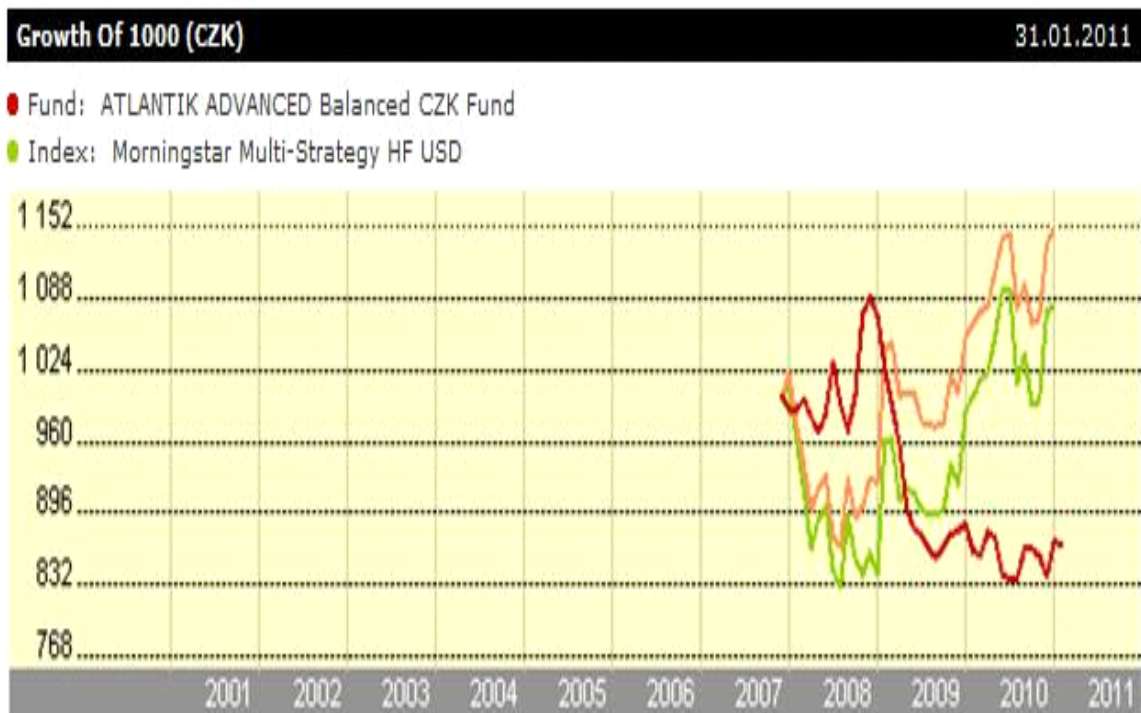
Částka určená k nákupu uvedená ve smlouvě nebo pokynu	Investiční horizont (roky)					
	1 až 9		10 až 19		20 a více	
500 CZK (20 EUR) - 1 499 CZK (59 EUR)	4,50 %*	5,00 %	4,00 %*	4,85 %	3,60 %*	4,65 %
1 500 CZK (60 EUR) - 2 999 CZK (119 EUR)	4,00 %*	4,85 %	3,60 %*	4,65 %	3,30 %*	4,45 %
3 000 CZK (120 EUR) - 9 999 CZK (399 EUR)	3,60 %*	4,65 %	3,30 %*	4,45 %	3,00 %*	4,25 %
10 000 CZK (400 EUR) - 29 999 CZK (1 199 EUR)	3,30 %*	4,45 %	3,00 %*	4,25 %	2,70 %*	4,00 %
nad 30 000 CZK (1 200 EUR)	2,50 %*	4,00 %	2,30 %*	3,80 %	2,00 %*	3,55 %

** Zvýhodněná sazba se uplatní při způsobu placení poplatků za zprostředkování nákupu „předem“ nebo „postupně“.*

Roční poplatek za vedení evidence investičních nástrojů u pravidelných investic činí 300,- CZK, resp. 12 EUR v případě pravidelné investice v rámci Slovenské republiky. Nárok na tento poplatek vzniká ATLANTIK FT za každý kalendářní rok, ve kterém došlo k alespoň jednomu nákupu cenných papírů kolektivního investování v souladu se Smlouvou nebo pokynem Klienta v rámci pravidelných investic. Tento poplatek je ATLANTIK FT oprávněn strhnout Klientovi z jeho z Klientského účtu nejdříve v lednu roku následujícího po roce, za který je tento poplatek stanoven.

Příloha 5

Srovnání vývoje růstu balancovaného fondu s indexem HF USD



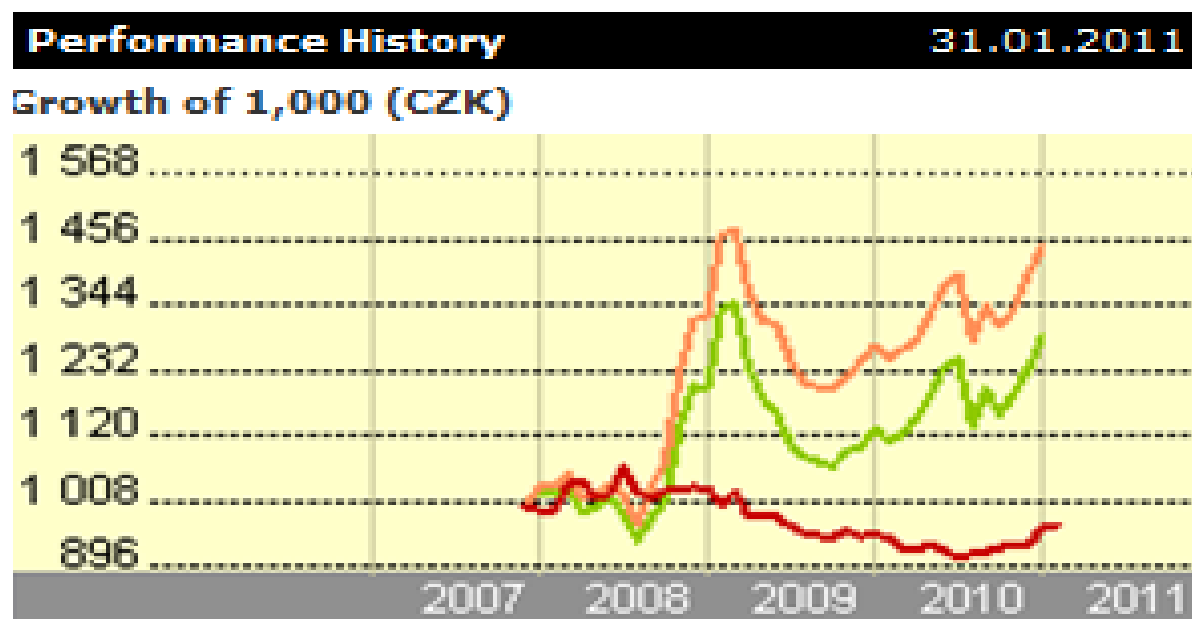
Příloha 6

Měsíční hodnoty kurzů od založení Atlantik Advanced Balanced CZK Fund

AAS Balanced	
AAS1AAB MV Equity	
DATE	PX LAST
31. 1. 2011	87,08
31. 12. 2010	84,01
30. 11. 2010	85,8
29. 10. 2010	86,45
30. 9. 2010	86,38
31. 8. 2010	83,85
30. 7. 2010	83,77
30. 6. 2010	84,05
31. 5. 2010	87,47
30. 4. 2010	87,91
31. 3. 2010	85,92
26. 2. 2010	86,19
29. 1. 2010	88,63
31. 12. 2009	88,08
30. 11. 2009	87,68
30. 10. 2009	86,63
30. 9. 2009	85,67
31. 8. 2009	86,28
31. 7. 2009	87,72
30. 6. 2009	88,19
29. 5. 2009	89,97
30. 4. 2009	95,73
31. 3. 2009	99,23
27. 2. 2009	102,64
30. 1. 2009	107,28
31. 12. 2008	108,9
28. 11. 2008	107,4
31. 10. 2008	100,16
30. 9. 2008	96,96
29. 8. 2008	99,31
31. 7. 2008	103,08
30. 6. 2008	98,47
30. 5. 2008	96,94
30. 4. 2008	98,18
31. 3. 2008	99,79
29. 2. 2008	98,77
31. 1. 2008	98,89

Příloha 7

Srovnání vývoje růstu komoditního fondu s indexem HF USD



Příloha 8

Měsíční hodnoty kurzů od založení Atlantik Advanced Commodity CZK Fund

AAS Commodity	
AAS2AAC MV Equity	
DATE	PX LAST
31. 1. 2011	96,77
31. 12. 2010	96,46
30. 11. 2010	93,18
29. 10. 2010	93,61
30. 9. 2010	92,9
31. 8. 2010	92,19
30. 7. 2010	91,92
30. 6. 2010	91,14
31. 5. 2010	92,4
30. 4. 2010	93,44
31. 3. 2010	92,64
26. 2. 2010	92,64
29. 1. 2010	94,72
31. 12. 2009	95,07
30. 11. 2009	94,87
30. 10. 2009	95,88
30. 9. 2009	94,61
31. 8. 2009	94,96
31. 7. 2009	95,4
30. 6. 2009	96,48
29. 5. 2009	98,3
30. 4. 2009	98,53
31. 3. 2009	98,13
27. 2. 2009	102,51
30. 1. 2009	100,33
31. 12. 2008	103
28. 11. 2008	103,3
31. 10. 2008	102,92
30. 9. 2008	102,65
29. 8. 2008	101,28
31. 7. 2008	102,41
30. 6. 2008	106,5
30. 5. 2008	102,05
30. 4. 2008	101,3
31. 3. 2008	104,39
29. 2. 2008	103,68
31. 1. 2008	99,33
31. 12. 2007	99,17

Příloha 9

Přehled výkonnosti Event Driven Hedge Fund Index v roce 2007

Trailing Returns	Total Returns
1 month	1,5
3 months	3,38
6 months	5,28
YTD	0,32
1 Year	15,6
3 Years Annualised	13,9
5 Years Annualised	12,5
10 Years Annualised	11,4

Příloha 10

Nejdůležitější události ovlivňující vývoj na celosvětovém trhu v roce 2008

Bankrot Lehman Brothers

Lehman Brothers company řídila do roku 2008 5 % (100 mld. USD) celkové primární makléřské podnikatelské činnosti. Mnozí makléři hedge fondů stále obchodovali s aktivy Lehman Brothers, i když byl očekáván pád této společnosti. Už v době, kdy Lehman selhal, byl pomocí diversifikace zmírněn negativní vliv společnosti na celý průmysl hedge fondů. V důsledku této události se očekává, že by rozšiřování počtu hlavních makléřů, kteří díky diversifikaci zmírňují dopad selhání jedné firmy na celý trh, mohl být přínosem finančních prostředků. Na základě zpětné vazby makléř finanční prostředky monitoruje s cílem obezřetně spravovat rizika protistrany.

Short Sale Ban

Některá odvětví jsou výrazně ovlivněna zákazem krátkých prodejů, které oslabují finanční trhy. I když opatření byla dočasná, měly tyto zákazy dopad na celkovou výkonnost hedge fondů. Očekává se, že zrušení některých zákazů short sellingu může poskytnout více flexibility a zlepšení likvidity na trzích.

Vládní intervence

Několik centrálních bank za účelem vytvoření likvidity na trzích provedlo vládní intervence, kdy smyslem bylo snížit úrokové sazby.

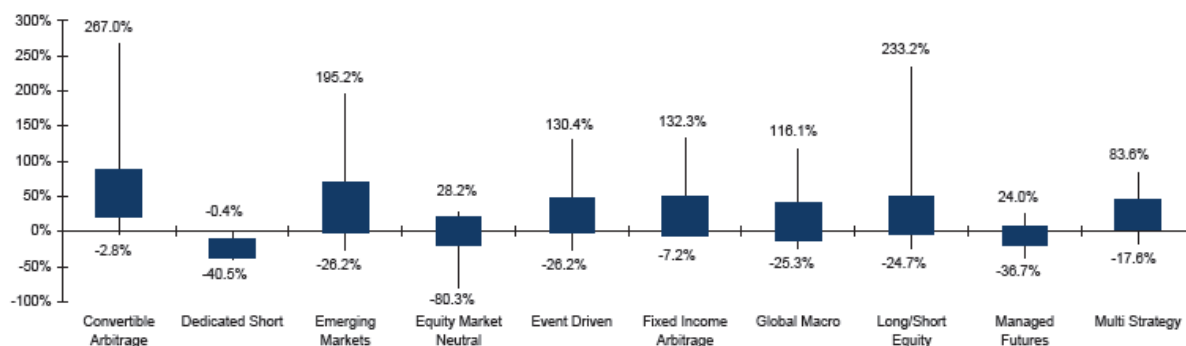
Investiční cenné papíry Mandoff

V prosinci 2007 byl Bernard Mandoff, prezident Bernard L. Mandoff Investiční cenné papíry LLC byl obviněn z podvodů s cennými papíry státního federálního zastupitelství v New Yorku. To vyvolává ohlasy na zpřísnění regulačního rámce zejména v odvětví hedge fondů. Vzhledem k finanční krizi 2008 se očekávalo, že hedge fondy budou muset mít minimálně regulátory a budou se muset registrovat a podávat zprávy.

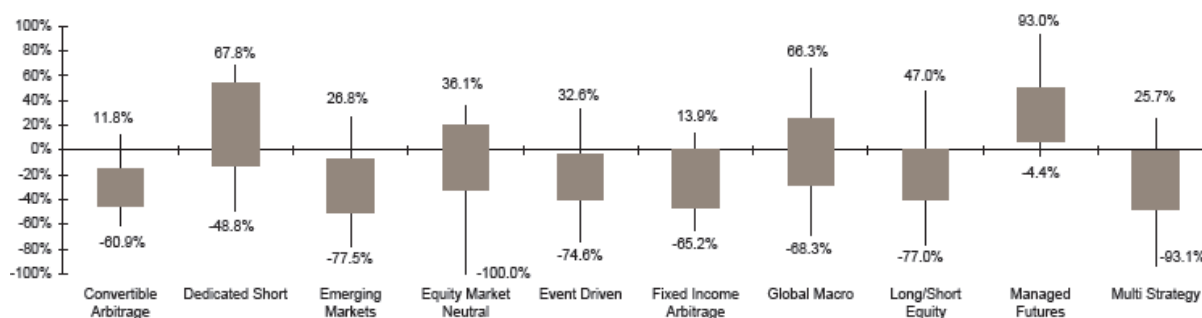
Příloha 11

Srovnání jednotlivých strategií dle výnosu za období 2008 a 2009

Rok 2009

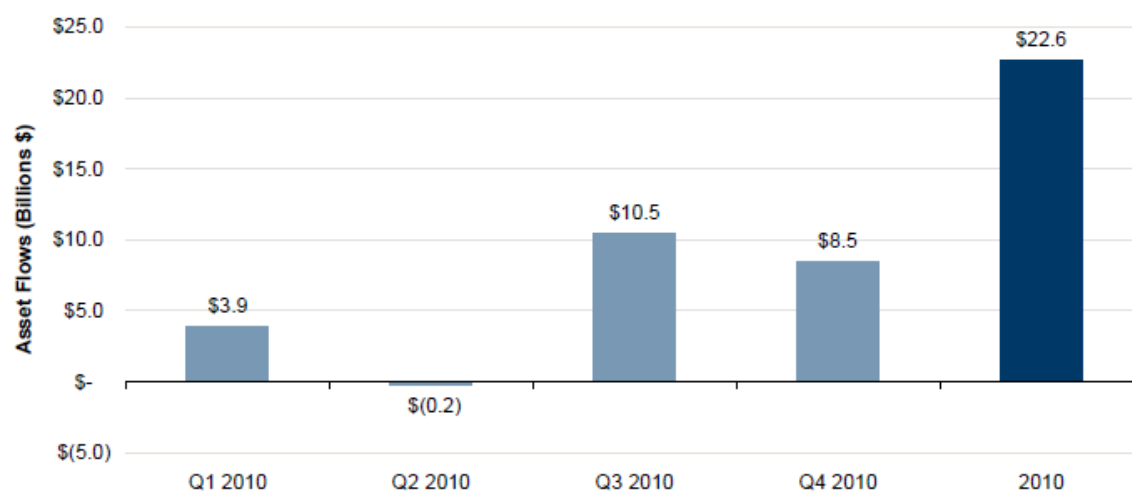


Rok 2008



Příloha 12

Příliv aktiv do hedge fondů za jednotlivá čtvrtletí v roce 2010



Příloha 13

Odliv a příliv jednotlivých strategií v procentuálním vyjádření za rok 2010

